

水产养殖



赵钦 王斌
证书编号: S0190200010016

农林牧渔行业研究员

021-38565914

zhaoq@xyzq.com.cn

东方海洋 (002086)

海参放量支撑业绩快速增长

推荐 (维持)

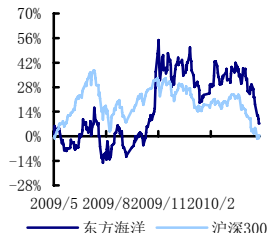
市场数据

报告日期	2010-5-24
收盘价(元)	10.70
52周最高/最低(元)	20.10/8.04
总股本(百万股)	243.85
流通股本(百万股)	231.09
总市值(百万元)	2609.20
流通市值(百万元)	2472.66
净资产(百万元)	1090.75
总资产(百万元)	1712.02

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	474	583	687	800
同比增长(%)	-15.5%	23.0%	18.0%	16.4%
净利润(百万元)	55	72	102	135
同比增长(%)	20.5%	30.1%	42.3%	32.0%
毛利率(%)	22.7%	24.5%	26.7%	28.2%
净利率(%)	11.7%	12.3%	14.9%	16.9%
净资产收益率(%)	5.1%	6.2%	8.2%	9.8%
每股收益(元)	0.23	0.30	0.42	0.55
每股经营现金流(元)	0.39	0.38	0.44	0.57

股价走势



投资要点

- **海参持续放量。**公司新增 4.1 万亩海域海参投苗已完成, 考虑公司各海域开发进度和投苗规格不一, 预计 2010-2013 年海参销售量为 700、1000、1300、1800 吨, 并将在 2013 年达到满产状态。
- **海参价格乐观。**海参集中收获期(4-5 月、11-12 月)由于短期供给上升, 价格往往出现回落, 但 2010 年 4-5 月海参价格却依然坚挺, 目前威海水产品市场海参批发均价为 186 元/kg, 使得我们对于 2010 年海参价格尤为乐观, 假设公司 2010-2013 年海参均价 180、185、190、195 元/kg。
- **海参放量支撑业绩快速增长。**预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.30、0.42、0.55 元, 2009-2012 年间净利复合增长率为 35%, 新海域底播海参逐渐放量是公司未来三年业绩增长的主要动力, 维持公司推荐评级。海参销量波动 50 吨或均价波动 5 元/公斤, 对公司 2010、2011 年业绩影响约在 0.02 元。
- **风险提示:** 2010 年初黄渤海冰冻灾害影响较小, 但是自然灾害仍是主要风险; 捕捞销售量低于预期风险。

相关报告

《年报点评: 加工业务发展良好》2009-4-9

《调研信息速递》2009-3-18

目 录

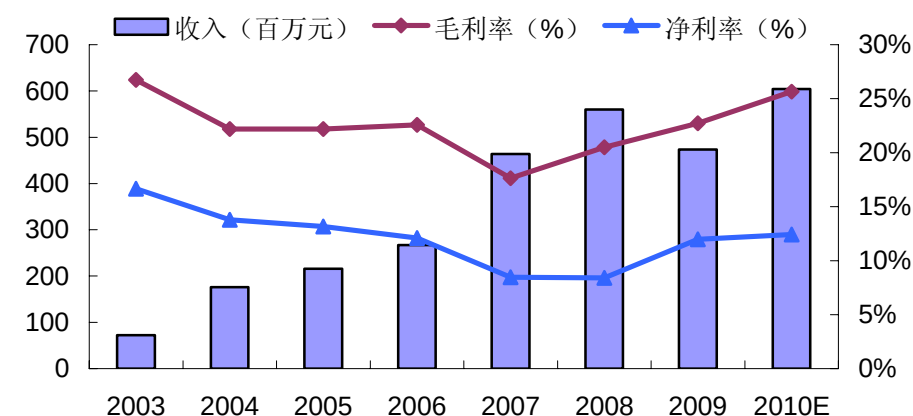
一. 简介: 加工型向资源型转变	- 3 -
二. 海参: 资源转型	- 4 -
三. 加工出口业务: 汇率压力	- 6 -
四. 胶原蛋白: 渠道变革	- 8 -
五. 推荐: 海参放量推动业绩增长	- 9 -
图 1: 公司历年盈利情况 (百万元, %)	- 3 -
图 2: 公司历年收入 (左图, %) 及毛利构成 (右图, %)	- 3 -
图 3: 公司海参销量 (吨)	- 4 -
图 4: 各公司海参业务盈利情况 (百万元, %)	- 5 -
图 5: 威海水产品批发市场海参价格 (元/公斤)	- 5 -
图 6: 公司历年盈利情况 (百万元, %)	- 7 -
图 7: 人民币汇率波动	- 7 -
表 1: 公司海参养殖海域情况	- 4 -
表 2: 公司海参销售预测	- 6 -
表 3: 其它养殖业务预测	- 6 -
表 4: 公司冷冻加工能力	- 7 -
表 5: 公司水产品加工业务预测	- 8 -
表 6: 公司各业务预测	- 9 -
表 7: 2010 年公司海参销售与业绩敏感性分析	- 9 -
表 8: 2010 年公司海参销售与业绩敏感性分析	- 10 -
附表	- 11 -

一、简介：加工型向资源型转变

简介：公司 2006 年首发，募集资金用于“水产品加工贸易基地建设项目”，2008 年增发，募集资金用于“海参养殖”及“繁育中心”等项目。公司目前具有海参养殖面积 4.14 万亩，水产品加工能力 5.8 万吨/年，冷藏能力 8.0 万吨/次。

2009 年，公司实现收入 4.74 亿元，同比下降 15.46%，综合毛利率 22.71%，归属母公司净利润 0.55 亿元，同比增长 20.54%，对应 EPS 0.23 元，ROE=5.09%，资产负债率=31.89%。

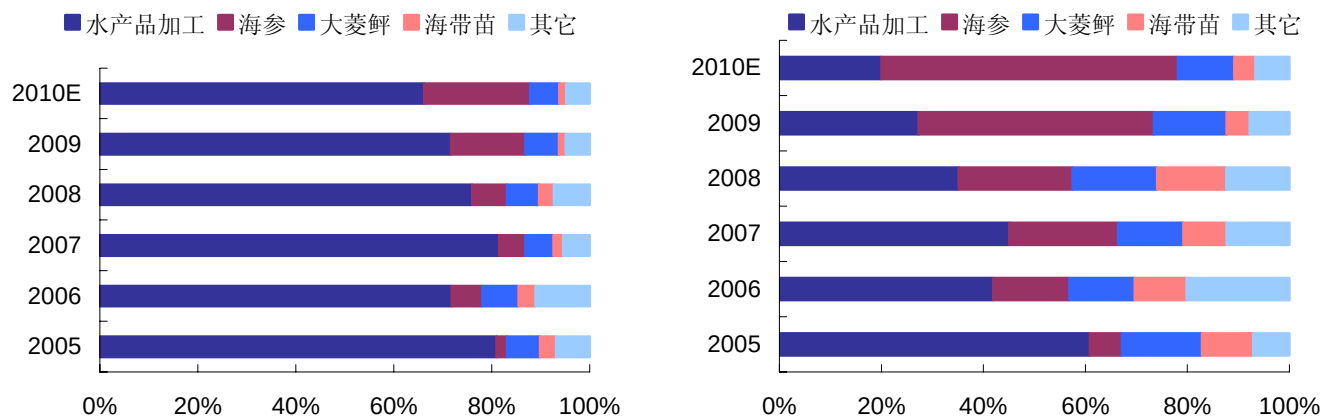
图 1：公司历年盈利情况（百万元，%）



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

公司由上市初的水产品加工为主，逐渐成为水产品加工和水产品养殖两大主业共同发展的格局。2005 年公司水产品加工业务收入占比为 81%，毛利占比为 61%；2009 年收入、毛利占比分别下降至 72%、27%。而水产品养殖，特别是海参养殖对公司毛利贡献日益重要，2005 年公司海参养殖收入、毛利占比仅为 2%、6%，2009 年上升至 15%、46%，随着公司新增海域海参产能的逐渐释放，2010-2013 年公司海参业务收入和毛利贡献将成持续上升趋势。

图 2：公司历年收入（左图，%）及毛利构成（右图，%）



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

二. 海参：资源转型

公司海参养殖面积由最初的 837 亩，增加到 2009 年的 41400 亩，海参逐渐放量将成为公司未来业绩主要增长点。公司海参幼苗来自公司繁育中心，采用围堰、底播方式养殖，能有效保证海参品质。

表 1: 公司海参养殖海域情况

海域	面积 (亩)	附注
海阳市辛安镇	837	上市前确权海域，围堰养殖，已进入稳定收获期
海阳市辛安镇	10410	08 年增发项目，底播养殖
烟台市牟平区	9903	08 年增发项目，底播养殖
莱州市	10255	08 年增发项目，底播养殖
烟台市担子岛	5700	08 年增发项目，底播养殖
烟台市担子岛	4295	租赁，底播养殖
合计	41400	

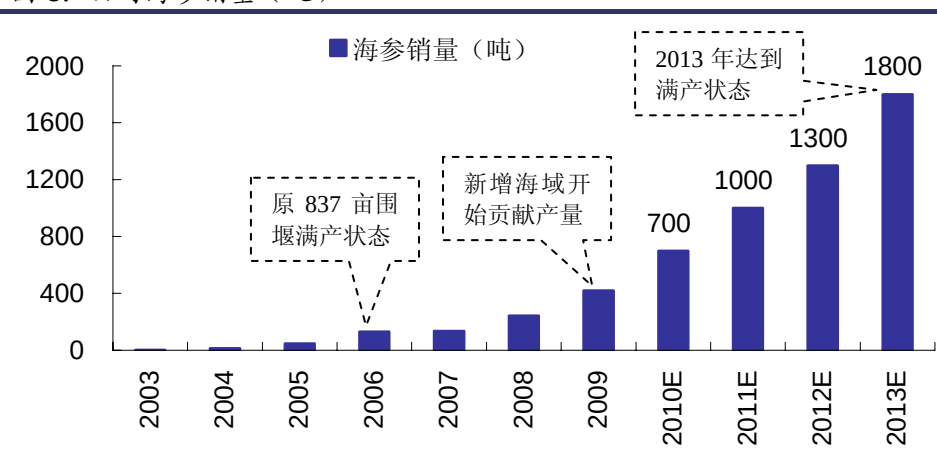
数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

注：海参繁育车间未计入表内

随着公司新增海域的海参投苗基本完成，公司目前海参养殖面积已达到 4.14 万亩，按照完整养殖周期三年，亩产 120kg 海参（养殖周期内完全捕捞）估算，**公司将在 2013 年达到满产状态，及年产海参 1656 吨，考虑实际养殖情况，届时公司海参产能为 1600-1800 吨/年（轮捕）。**

考虑公司各海域开发进度和投苗规格不一，我们判断公司 2010-2013 年公司海参捕捞量将呈持续上升趋势，**假设公司 2010-2013 年公司海参销售量为 700、1000、1300、1800 吨**，海参销量上升，价格居于高位，将成为公司盈利增长的主要动力。

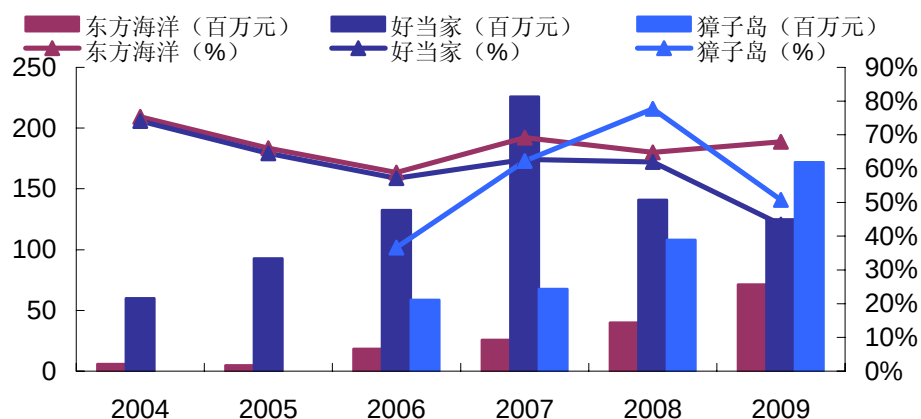
图 3: 公司海参销量 (吨)



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

海参养殖业盈利良好，行业内东方海洋、好当家、獐子岛均涉及海参养殖业务，参考各公司数据，海参业务毛利率均处于较高水平。

图 4: 各公司海参业务盈利情况 (百万元, %)

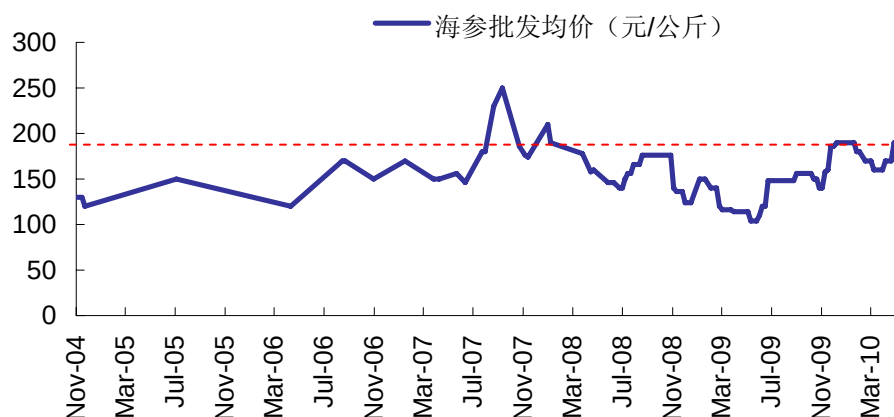


数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

注: 各公司海参成本核算不完全一致

海参价格从 2009 年中期逐渐恢复, 以威海水产品批发市场为例, 海参批发价格从 2009 年 5 月低点 104 元/公斤, 逐渐上涨到 2010 年 5 月的 186 元/公斤。

图 5: 威海水产品批发市场海参价格 (元/公斤)



数据来源: WIND、兴业证券研发中心整理

海参的收获时间为每年的 4、5 月份和 11、12 月份, 在集中收获期由于短期供给上升, 海参价格往往会出现回落, 但是在 2010 年 4-5 月海参价格却未出现回落, 使得我们对于 2010 年海参价格尤为乐观。

公司 2009 年海参销售收入为 7100 万元, 我们测算销售量为 420 吨, 对应均价 170 元/kg。假设公司 2010-2013 年海参销量为 700、1000、1300、1800 吨, 对应均价 180、185、190、195 元/kg, 由于海域改造和投苗等造成相关折旧费用增加, 预计期间毛利率将小幅回落至 65%、65%、65%、65%。

表 2: 公司海参销售预测

海参销售	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
单价 (元/公斤)	185.00	165.00	170.00	180.00	185.00	190.00	195.00
数量 (吨)	135.50	242.00	420.00	700.00	1000.00	1300.00	1800.00
收入 (百万元)	25.07	39.93	71.40	126.00	185.00	247.00	351.00
成本 (百万元)	7.72	14.03	22.87	44.10	64.75	86.45	122.85
毛利 (百万元)	17.35	25.90	48.53	81.90	120.25	160.55	228.15
毛利率 (%)	69.20%	64.86%	67.97%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%
收入占比 (%)	5.41%	7.13%	15.15%	21.63%	26.92%	30.87%	36.54%
毛利占比 (%)	21.37%	22.36%	46.17%	57.01%	65.39%	71.02%	76.02%

数据来源: 兴业证券研发中心整理

注: 所有海参销售均折算成鲜货销售

公司海带苗繁育和大菱鲆养殖集中在烟台开发区分公司, 对公司总体盈利影响较小, 预计其将呈平稳发展状态。

表 3: 其它养殖业务预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
大菱鲆 (鲜货)						
单价 (元/公斤)	55.00	58.90	54.00	55.00	55.00	55.00
数量 (吨)	485.00	623.00	600.00	630.00	661.50	694.58
YOY (%)	1.04%	28.45%	-3.69%	5.00%	5.00%	5.00%
收入 (百万元)	26.68	36.69	32.40	34.65	36.38	38.20
YOY (%)	23.50%	37.56%	-11.70%	6.94%	5.00%	5.00%
成本 (百万元)	16.29	17.50	17.44	18.36	19.28	20.25
毛利 (百万元)	10.39	19.20	14.96	16.29	17.10	17.95
毛利率 (%)	38.95%	52.32%	46.18%	47.00%	47.00%	47.00%
海带苗 (苗种)						
单价 (元/万株)	83.00	141.00	70.00	85.00	85.00	85.00
数量 (亿株)	11.00	12.00	9.50	10.00	10.00	10.00
YOY (%)	0.00%	9.09%	-20.83%	3.00%	3.00%	3.00%
收入 (百万元)	9.13	16.92	6.65	8.50	8.50	8.50
YOY (%)	-7.78%	85.32%	-60.70%	27.82%	0.00%	0.00%
成本 (百万元)	2.28	1.28	1.87	2.38	2.38	2.38
毛利 (百万元)	6.85	15.64	4.78	6.12	6.12	6.12
毛利率 (%)	75.00%	92.45%	71.82%	72.00%	72.00%	72.00%

数据来源: 兴业证券研发中心整理

三. 加工出口业务: 汇率压力

公司水产品加工以冷冻鱼片的初加工为主, 主要市场为欧盟、日本、韩国、美国等国家和地区, 目前具有水产品冷冻加工能力 5.8 万吨/年, 冷藏能力 8.0 万吨/次。

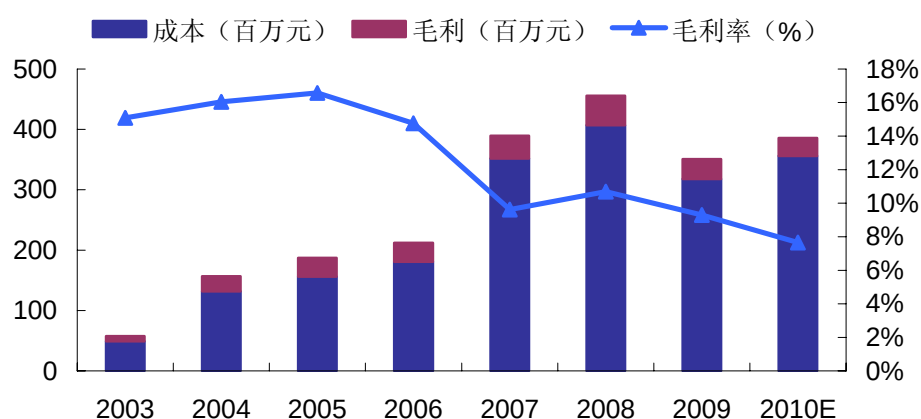
表 4: 公司冷冻加工能力

加工厂	加工能力 (万吨/年)	冷冻能力 (万吨/次)	附注
盛泉工业园	1.5	2	原有工厂
山海食品	0.5		原有工厂
高新区水产品加工贸易区	3.8	6	IPO 项目

数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

冷冻初加工总体附加值较低, 毛利率处于较低水平。公司 2009 年年报披露, 公司水产品加工业务收入 3.51 亿元, 综合毛利率仅为 9.30%。

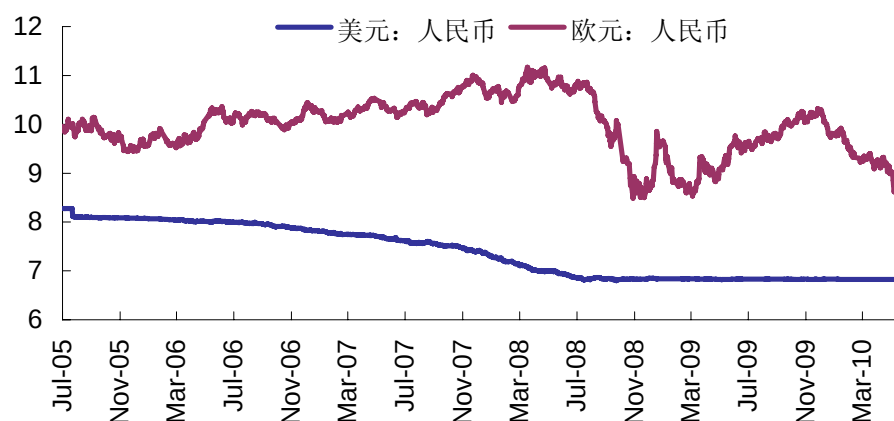
图 6: 公司历年盈利情况 (百万元, %)



数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

公司水产品加工主要面向出口, 受人民币汇率影响较大,

图 7: 人民币汇率波动



数据来源: WIND、兴业证券研发中心整理

出于对国际市场需求和人民币汇率的担忧, 我们对公司加工业务持较为谨慎态度: 预计进料加工、来料加工 2010-2012 年将保持每年 10% 的增速, 进料加工毛利率为 4.00%、3.50%、3.00%, 来料加工毛利率为 45.00%、40.00%、35.00%。

表 5: 公司水产品加工业务预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
进料加工						
收入 (百万元)	353.12	391.80	307.04	353.10	388.41	427.25
YOY(%)	96.72%	10.95%	-21.63%	15.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	333.85	371.10	292.81	338.97	374.81	414.43
毛利率 (%)	5.46%	5.28%	4.63%	4.00%	3.50%	3.00%
来料加工						
收入 (百万元)	26.55	34.07	28.52	32.80	36.08	39.69
YOY(%)	-8.04%	28.32%	-16.29%	15.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	9.17	14.04	14.24	18.04	21.65	25.80
毛利率 (%)	65.46%	58.79%	50.07%	45.00%	40.00%	35.00%
合计						
收入 (百万元)	379.67	425.87	335.56	385.89	424.48	466.93
YOY (%)	82.21%	12.17%	-21.21%	15.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	343.02	385.14	307.05	357.01	396.46	440.22
毛利 (百万元)	36.65	40.73	28.51	28.88	28.03	26.71
毛利率 (%)	9.65%	9.56%	8.50%	7.48%	6.60%	5.72%
收入占比 (%)	81.55%	75.99%	71.55%	66.23%	61.74%	58.34%
毛利占比 (%)	45.12%	35.17%	27.17%	20.20%	15.29%	11.85%

数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

注: 本表根据进料、来料加工加和成加工业务合计, 与公司披露的水产品加工业数据具有少许出入

四. 胶原蛋白: 渠道变革

简介: 公司采用水产品加工产生的副产物——鱼皮, 生产胶原蛋白, 终端产品主要为胶原蛋白肽粉、口服液、胶囊等。通常 500-1000 分子量胶原蛋白适宜于皮肤吸收, 3000 分子量胶原蛋白适宜于肠道吸收。

公司目前胶原蛋白产能为 200 吨/年, 胶原蛋白系列产品面向美容、保健市场。自 2009 年下半年, 公司开始较大规模招募加盟商, 2009 年开设加盟店 25 家, 公司 2009 年年报提出, 争取 2010 年在全国达到 100 家以上的销售机构, 到 2012 年建立起辐射全国的营销网络。

公司胶原蛋白业务正处于起步阶段, 盈利测算较为困难, 对其做如下情景假设: 胶原蛋白出厂价 40 万元/吨 (折合 0.4 元/g), 年销量 50 吨, 则对应收入 2000 万元, 在毛利率=80%情况下, 可贡献毛利 1600 万元, 基本可以覆盖当期费用 (广告费用 1000 万, 其它费用 600 万)。

短期胶原蛋白业务难以贡献丰厚盈利, 但是通过其渠道建立, 公司将逐渐在终端市场发力, 以胶原蛋白销售带动海参销售以及水产品加工业务在国内市场的开拓。发展海参养殖, 使公司从“加工型企业”向“资源型企业”转变, 而胶原蛋白业务的发展是否将推动公司成为“资源+渠道 (品牌) 企业”, 值得市场期待。

五. 推荐：海参放量推动业绩增长

公司各业务预测见下表：

表 6：公司各业务预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
养殖合计						
收入（百万元）	60.87	93.54	110.45	169.15	229.88	293.70
YOY（%）	22.48%	53.67%	18.07%	53.15%	35.90%	27.76%
成本（百万元）	26.29	32.80	42.18	64.84	86.41	109.08
毛利（百万元）	34.58	60.74	68.27	104.31	143.47	184.62
毛利率（%）	56.81%	64.93%	61.81%	61.66%	62.41%	62.86%
水产品加工合计						
收入（百万元）	379.67	425.87	335.56	385.89	424.48	466.93
YOY（%）	82.21%	12.17%	-21.21%	15.00%	10.00%	10.00%
成本（百万元）	343.02	385.14	307.05	357.01	396.46	440.22
毛利（百万元）	36.65	40.73	28.51	28.88	28.03	26.71
毛利率（%）	9.65%	9.56%	8.50%	7.48%	6.60%	5.72%
其它						
收入（百万元）	25.00	41.00	23.00	27.60	33.12	39.74
YOY（%）	-22.38%	64.00%	5.00%	20.00%	20.00%	20.00%
成本（百万元）	15.00	26.65	14.84	17.80	21.36	25.63
毛利（百万元）	10.00	14.35	8.17	9.80	11.76	14.11
毛利率（%）	40.00%	35.00%	35.50%	35.50%	35.50%	35.50%
总计						
收入（百万元）	465.54	560.41	469.01	582.64	687.49	800.38
YOY（%）	60.38%	20.38%	-16.31%	24.23%	17.99%	16.42%
成本（百万元）	384.31	444.59	364.07	439.66	504.23	574.94
毛利（百万元）	81.23	115.82	104.94	142.99	183.25	225.44
毛利率（%）	17.45%	20.67%	22.38%	24.54%	26.66%	28.17%

数据来源：兴业证券研发中心整理

预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.30、0.42、0.55 元，2009-2012 年间复合增长率为 35%，新海域底播海参逐渐放量是公司未来三年业绩增长主要动力，维持公司推荐评级。

海参销售将成为影响公司未来业绩的主要因素，对 2010、2011 年海参量、价与公司业绩做敏感性分析：

表 7：2010 年公司海参销售与业绩敏感性分析

EPS	550.00	600.00	650.00	700.00	750.00	800.00	850.00
150.00	0.20	0.21	0.23	0.25	0.26	0.28	0.30
160.00	0.21	0.23	0.25	0.26	0.28	0.30	0.32
170.00	0.22	0.24	0.26	0.28	0.30	0.32	0.34
180.00	0.23	0.25	0.27	0.30	0.32	0.34	0.36
190.00	0.25	0.27	0.29	0.31	0.33	0.35	0.37
200.00	0.26	0.28	0.30	0.33	0.35	0.37	0.39
210.00	0.27	0.30	0.32	0.34	0.37	0.39	0.41

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 8: 2010 年公司海参销售与业绩敏感性分析

0.42	850.00	900.00	950.00	1000.00	1050.00	1100.00	1150.00
155.00	0.30	0.32	0.34	0.35	0.37	0.39	0.40
165.00	0.32	0.34	0.36	0.37	0.39	0.41	0.43
175.00	0.34	0.36	0.38	0.40	0.42	0.44	0.46
185.00	0.36	0.38	0.40	0.42	0.44	0.46	0.48
195.00	0.38	0.40	0.42	0.44	0.46	0.49	0.51
205.00	0.40	0.42	0.44	0.46	0.49	0.51	0.53
210.00	0.41	0.43	0.45	0.48	0.50	0.52	0.55

数据来源：兴业证券研发中心整理

海参销量波动 50 吨，对于公司 2010、2011 年业绩影响约在 0.02 元；海参售价波动 5 元/公斤，对于公司 2010、2011 年业绩影响约在 0.02 元。

风险提示：2010 年初黄渤海冰冻灾害影响较小，但是自然灾害仍是主要风险；捕捞销售量低于预期风险。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	632	700	816	897
货币资金	180	200	250	250
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	64	56	66	77
其他应收款	16	19	23	27
存货	324	390	447	509
非流动资产	1000	1022	1015	1014
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	599	766	848	887
在建工程	323	171	96	58
油气资产	0	0	0	0
无形资产	47	46	45	44
资产总计	1632	1722	1831	1912
流动负债	456	492	495	448
短期借款	366	359	380	321
应付票据	0	0	0	0
应付账款	38	44	50	57
其他	52	89	64	69
非流动负债	65	45	56	55
长期借款	45	45	45	45
其他	20	0	11	10
负债合计	520	537	550	503
股本	244	244	244	244
资本公积	683	683	683	683
未分配利润	133	198	280	391
少数股东权益	25	27	30	33
股东权益合计	1111	1185	1281	1409
负债及权益合计	1632	1722	1831	1912

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	55	72	102	135
折旧和摊销	29	39	47	52
资产减值准备	-4	2	2	2
无形资产摊销	4	4	4	4
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	19	17	17	15
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	1	2	3	3
营运资金的变动	-8	5	84	69
经营活动产生现金流量	117	92	108	138
投资活动产生现金流量	-301	-48	-53	-53
融资活动产生现金流量	-72	-24	-5	-85
现金净变动	-256	20	50	0
现金的期初余额	461	180	200	250
现金的期末余额	205	200	250	250

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	474	583	687	800
营业成本	366	440	504	575
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	9	12	14	16
管理费用	32	38	45	52
财务费用	19	17	17	15
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	50	74	106	139
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	57	74	106	139
所得税	0	0	1	1
净利润	57	74	105	139
少数股东损益	1	2	3	3
归属母公司净利	55	72	102	135
EPS (元)	0.23	0.30	0.42	0.55

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-15.5%	23.0%	18.0%	16.4%
营业利润增长率	12.4%	47.9%	42.3%	32.0%
净利润增长率	20.5%	30.1%	42.3%	32.0%
盈利能力(%)				
毛利率	22.7%	24.5%	26.7%	28.2%
净利率	11.7%	12.3%	14.9%	16.9%
ROE	5.1%	6.2%	8.2%	9.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	31.9%	31.2%	30.1%	26.3%
流动比率	1.39	1.42	1.65	2.00
速动比率	0.65	0.61	0.72	0.83
营运能力(次)				
资产周转率	0.29	0.35	0.39	0.43
应收帐款周转率	5.95	9.35	10.83	10.76
每股资料(元)				
每股收益	0.23	0.30	0.42	0.55
每股经营现金	0.39	0.38	0.44	0.57
每股净资产	4.45	4.75	5.13	5.64
估值比率(倍)				
PE	54.06	41.55	29.19	22.12
PB	2.75	2.58	2.39	2.17

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% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@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。