

2010-09-17

食品加工与肉类

东方海洋 002086.SZ

农业中的消费品公司

长短皆相宜

◇ 报告起因：公司调研

◆核心管理层是公司长久发展动力之一

一个好的企业能否做大做强，人是相当关键的，做事先做人。东方海洋管理层对企业和员工的掌控力是相当强的。人性化管理是公司留住人才的原因之一。员工食堂相当于免费供应伙食，公司的家属楼以成本价格销售给公司员工。更为重要的是，在公司最困难的时候，企业没有裁过人。

◆优质的产品线决定企业能走多远

海参、大菱鲆、海带、胶原蛋白、水产加工产品、三文鱼是公司目前正在做的和将要做大的产品。对于海参我们强调底播的在未来会享有溢价，品质决定；大菱鲆规模基本维持现状；海带这块，在技术和竞争力上公司具有绝对话语权；胶原蛋白公司正在做，上半年销量 20 吨左右的样子，经销商和加盟商已达到 40 多家，有合作意向的超过 100 家；水产品加工，公司正在加大国内市场开发力度，目前市场定价偏低，我们认为有上调空间；三文鱼已经养到 7—8 公分，按照进程，明年进入收获期。

◆创业型公司应该享有高估值

我们把农业公司基本定位于两种：守业型公司和创业型公司，其中后者我们认为应该享有高估值。

东方海洋从加工到海参养殖到胶原蛋白再到三文鱼，无不体现了公司一直致力于创业，公司一直处于蓬勃发展阶段。

农业公司中投机性较强，趋势投机盛行，但我们强调东方海洋是农业中的消费品公司。从 2003 年开始到 2009 年，东方海洋净利润每年都是递增的，相信农业中找不出第二家这样的企业。

◆高成长背后不乏新的催化剂

我们预测东方海洋 10—12 年 EPS 为 0.32 元、0.54 元和 0.73 元，未来三年净利润复合增长率 47%，维持买入评级。

公司在 08 年定增获得海域后，不排除再通过融资手段取得新的海域。此外，前期一直在谈判的新西兰海域合作开发的事情，公司一直未放弃过。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	560	474	574	751	882
营业收入增长率	20.73%	-15.46%	21.30%	30.80%	17.40%
净利润（百万元）	46	55	79	133	177
净利润增长率	19.70%	20.54%	42.22%	68.68%	33.48%
EPS（元）	0.19	0.23	0.32	0.54	0.73
ROE（归属母公司） （摊薄）	4.42%	5.09%	6.75%	10.32%	12.28%
P/E	95	79	56	33	25
P/B	4	4	4	3	3

维持

买入

当前价格	17.96 元
目标价格	18.9 元
目标期限	6 个月

分析师：

张力扬 (执业证书编号：S0930209060206)

zhangly@ebcn.com

联系人：刘晓波

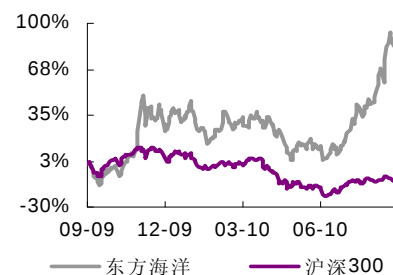
021-22169177

liuxb@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	244
总市值(百万元)	4,380
流通比例(%)	94.85%
12 个月最高/最低(元)	19.80/8.20
近 3 月日均成交量(百万股)	7.74
主要股东	山东东方海洋集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	33.66	54.89	94.86
绝对收益	30.91	59.21	81.05

相关报告：

景气超预期，干海参全面提价	2010-09-06
白海参与三文鱼比翼齐飞	2010-08-26
华丽转型，海参第一梯队	2010-08-19

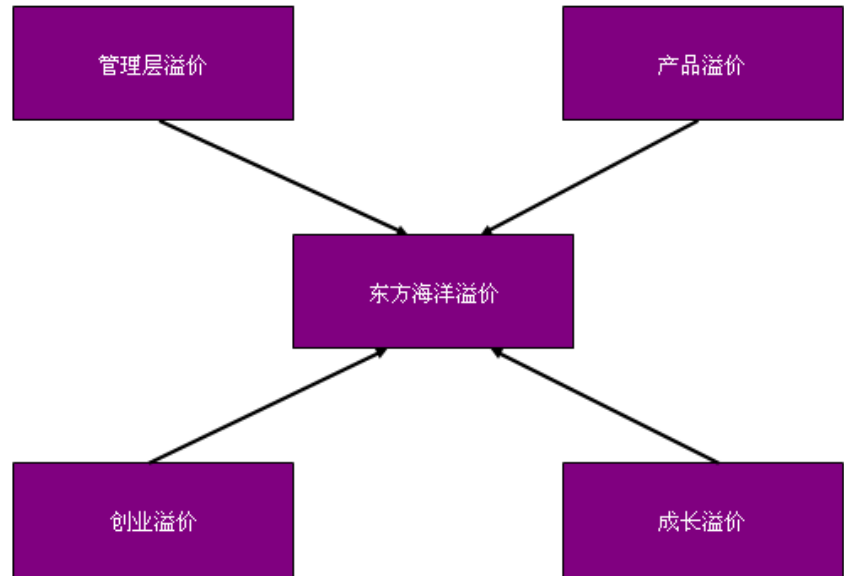
光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

◆东方海洋溢价力体现在四个方面

我们认为东方海洋相对农业板块，甚至比同子行业公司应该享有较高溢价。东方海洋的溢价体现在四个方面：管理层溢价、产品溢价、成长溢价和创业溢价，即可用：“人为、为人”来概括之。

图 1. 东方海洋溢价力



资料来源：光大证券研究所

◆海参在当地认可度较高

烟台当地人对海参认可度相当高，包括出租车司机师傅都表示：海参价格是比较高，但还是要吃，冬天吃海参不感冒（对于这一点，壹桥苗业董秘在 IPO 时也曾说过大连人冬天穿衣服不多，但都不感冒，就是因为吃海参）。

我们一直强调海参本身属性决定其内在价值，可以看两个例子：一是 02 年我们海参消费量是 5000 吨左右，03 年非典来了，海参消费量一下激增至 39000 吨，此后每年增长；二是北京有家饭店叫丰泽园，有道菜叫葱烧海参，这道菜每年销售额就达到 1000 万元。

不仅如此，烟台人对海参品牌和养殖方式认可度相当高，他们比较认可东方海洋，在当地被视为一枝奇葩。海参底播的较好，野生的稀有，虾池的营养价值较差。

东方海洋利用生物育种技术在全国首创性培育出白海参，显示出公司创新力和进取心。在济南举办的中国国际海参文化节上方海洋公司培育的两只新品种的白海参，2 万元起拍，最终 5.7 万元成交。其意义短期更在于提升公司的市场形象和行业地位，长期来看，未来几年公司白海参进入量产阶段，将进一步提高公司盈利能力。

◆胶原蛋白最关键的是做市场

东方海洋胶原蛋白还在做市场这一块，通过销售公司在各地招商，目前已经做到 40 多家经销商和加盟商，有合作意向的有 100 多家。经销商负责推广海洋的海参、胶原蛋白和水产加工品。我们参观公司楼下专卖店时候正好赶上公司员工忙碌着在往全国各地发货情景。

图 2. 东方海经销商网络



资料来源：公司网站，光大证券研究所

胶原蛋白公司定位于保健品。尤其是在当地由于推广时间较长缘故，很多年轻女性都喜欢东方海洋的胶原蛋白产品。对于胶原蛋白我们认为未来如果有瓶颈就是市场这块，能否在外地复制当地成功模式，还需要观察。上海这边经销商我们也曾联系过，去年 11 月份来上海，最近又开了第二家店，相信应该是做的不错。

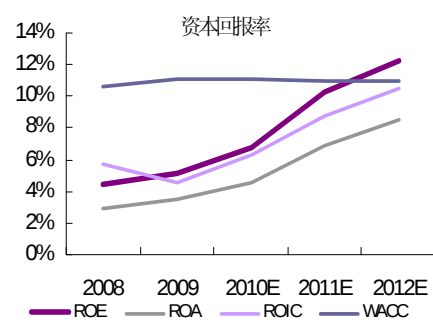
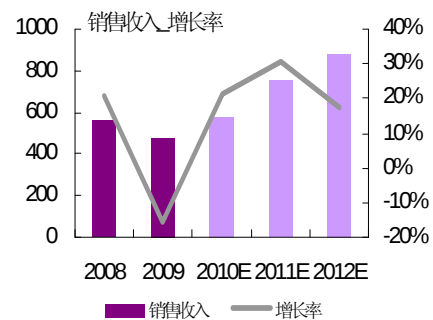
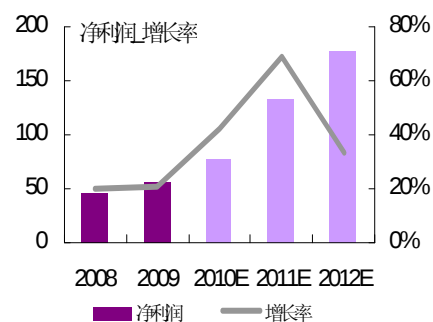
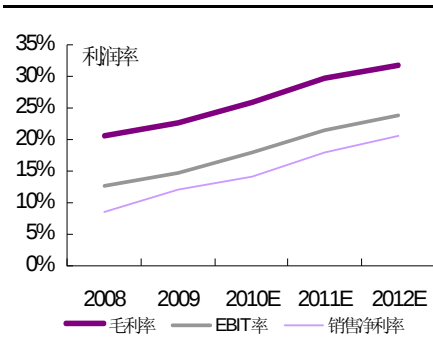
9 月 19 日—20 日东方海洋在烟台举办招商会，届时将邀请中央电视台、全国各大报刊、新闻媒体进行现场报道。

图 3. 赵雅芝代言广告



资料来源：公司网站，光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	560	474	574	751	882
营业成本	445	366	426	527	601
折旧和摊销	20	-54	13	26	28
营业税费	0	2	2	2	3
销售费用	10	9	10	14	16
管理费用	20	32	32	45	53
财务费用	27	19	24	27	29
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	45	50	80	135	180
利润总额	47	57	81	136	181
少数股东损益	1	1	2	3	4
归属母公司净利润	45.88	55.30	78.65	132.67	177.08

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,594	1,632	1,751	1,980	2,125
流动资产	892	632	714	918	1,061
货币资金	461	180	201	263	309
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	89	64	77	101	119
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	46	16	13	30	35
存货	253	324	387	481	550
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	522	599	961	988	992
无形资产	48	47	45	43	41
总负债	531	520	559	664	648
无息负债	75	110	112	125	136
有息负债	456	411	447	540	512
股东权益	1,063	1,111	1,192	1,316	1,476
股本	122	244	244	244	244
公积金	765	709	721	742	769
未分配利润	151	133	200	300	429
少数股东权益	25	25	27	30	34

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-83	96	59	58	153
净利润	46	55	79	133	177
折旧摊销	20	-54	13	26	28
净营运资金增加	205	-37	94	192	131
其他	-354	131	-127	-292	-183
投资活动产生现金流	-221	-306	-50	-50	-30
净资本支出	-53	-51	50	50	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-169	-255	-100	-100	-60
融资活动现金流	686	-70	12	54	-77
股本变化	36	122	0	0	0
债务净变化	148	-45	36	93	-28
无息负债变化	0	35	2	13	12
净现金流	382	-281	21	62	46

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	20.73%	-15.46%	21.30%	30.80%	17.40%
净利润增长率	19.70%	20.54%	42.22%	68.68%	33.48%
EBITDA 增长率	33.05%	-83.43%	670.73%	60.62%	26.36%
EBIT 增长率	25.59%	-3.36%	49.66%	56.53%	29.10%
估值指标					
PE	95	79	56	33	25
PB	4	4	4	3	3
EV/EBITDA	27	319	42	27	21
EV/EBIT	34	70	47	31	24
EV/NOPLAT	34	70	47	31	24
EV/Sales	4	10	8	7	6
EV/IC	2	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	20.51%	22.71%	25.80%	29.80%	31.90%
EBITDA 率	16.33%	3.20%	20.33%	24.97%	26.87%
EBIT 率	12.78%	14.61%	18.02%	21.57%	23.72%
税前净利润率	8.39%	11.98%	14.04%	18.06%	20.53%
税后净利润率 (归属母公司)	8.19%	11.68%	13.69%	17.66%	20.08%
ROA	2.95%	3.48%	4.61%	6.85%	8.52%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.42%	5.09%	6.75%	10.32%	12.28%
经营性 ROIC	5.71%	4.59%	6.32%	8.73%	10.52%
偿债能力					
流动比率	1.83	1.39	1.45	1.53	1.82
速动比率	130.83%	67.47%	66.10%	72.90%	87.65%
归属母公司权益/有息债务	2.28	2.64	2.61	2.38	2.82
有形资产/有息债务	3.32	3.78	3.75	3.53	4.01
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.19	0.23	0.32	0.54	0.73
每股红利	0.03	0.00	0.05	0.08	0.11
每股经营现金流	-0.34	0.39	0.24	0.24	0.63
每股自由现金流(FCFF)	-0.24	0.64	-0.11	-0.22	0.32
每股净资产	4.26	4.45	4.78	5.27	5.91
每股销售收入	2.30	1.94	2.36	3.08	3.62

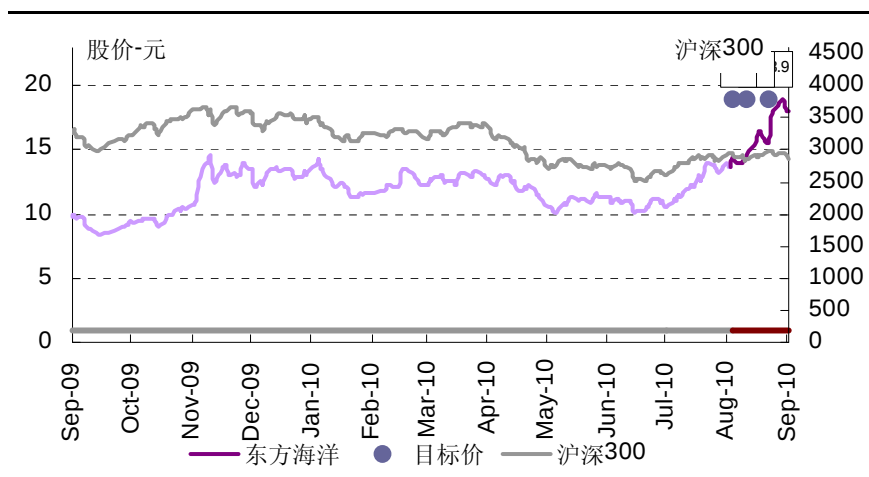
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

东方海洋（002086）



日期	股价	目标	评级
2010-08-19	13.74	18.90	买入
2010-08-26	14.10	18.90	买入
2010-09-06	16.04	18.90	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。