

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490210080002
联系人： 叶思阳 (8627)65799581 yesy@cjsc.com.cn

看好海参养殖行业，未来三年为公司海参丰收期

事件描述

近期我们调研了东方海洋（002086，SZ），与董秘进行了交流。我们的主要观点是：

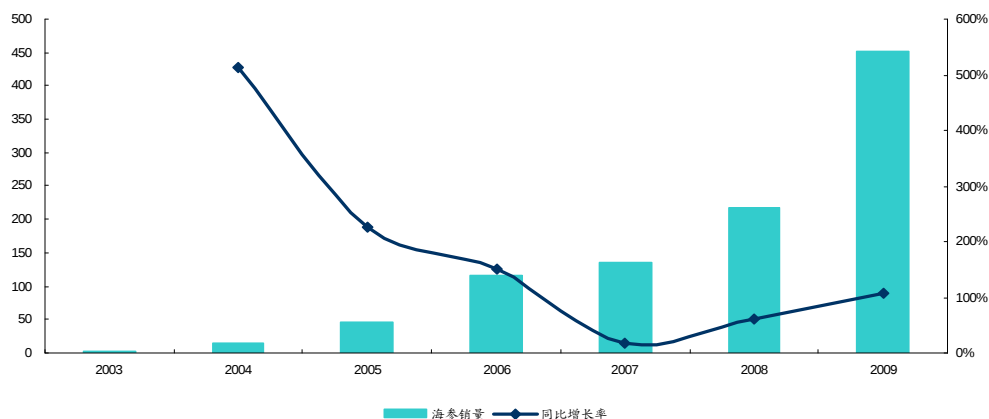
海参消费逐渐为全国各大城市消费者所认可，海参需求量逐年提升。而我国沿海适宜规模化养殖海参的浅海海域总面积有限，40-60 米海域底播养殖成本过高，难以规模化养殖海参，因此我们预计未来海参养殖量的增长将趋缓，海参价格逐年提升。我们认为公司未来的战略方针是—发展海参业务为主、维持传统业务为辅。因此，公司未来主要利润来源仍是海参养殖业务。2010-2011 年为公司 4.04 万亩海域海参丰收期，预计公司 2011-2012 年海参捕捞量为 900 和 1200 吨。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31、0.43 和 0.57 元，给予“推荐”评级。

事件评论

第一，看好海参养殖行业，预计未来海参价格将逐年上升

近年来，全国海参需求量逐年提高。济南市场是海参消费大市，其消费量占全国海参消费量的 40%。2003 年以前，济南市场海参专卖店仅有不到 10 家，现在扩大到 400 多家。2006 年以前，仅有 10% 的消费者购买海参用于自己消费，现在 40%-50% 的消费者购买海参用于自己消费。目前，国内主要海参消费市场集中在辽宁、山东、吉林、黑龙江、北京、广东和香港等沿海地区和较发达城市。随着海参的营养价值不断得到内陆消费者的认可，以及未来冷链物流的适用，我们预计未来内陆地区鲜海参消费量将逐年增大。

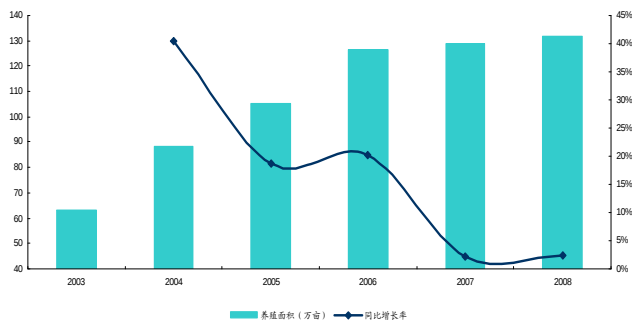
图 1：2003-2009 年东方海洋海参销量和同比增长率



资料来源：WIND，长江证券研究部

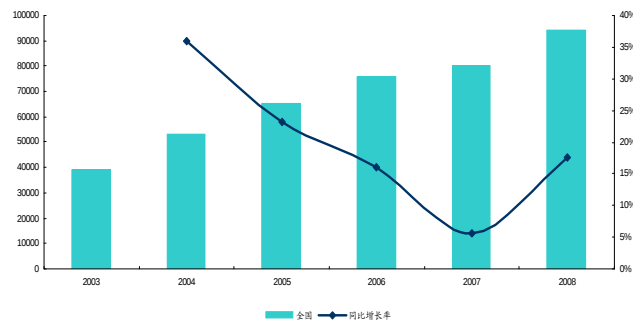
近 5 年，海参养殖面积快速扩大。2008 年，全国海参养殖面积达到 132 万亩，较 2003 年增长 109.5%；海参产量达到 9.4 万吨，较 2003 年增长 141.0%。而我国沿海适宜规模化海参养殖的浅海海域总面积有限，40-60 米海域底播养殖成本过高，我们预计未来海参养殖量的增长将逐年减缓。

图 2：2003-2008 年全国海参养殖面积及同比增长率



资料来源：长江证券研究所

图 3：2003-2008 年全国海参养殖量及同比增长率



资料来源：长江证券研究所

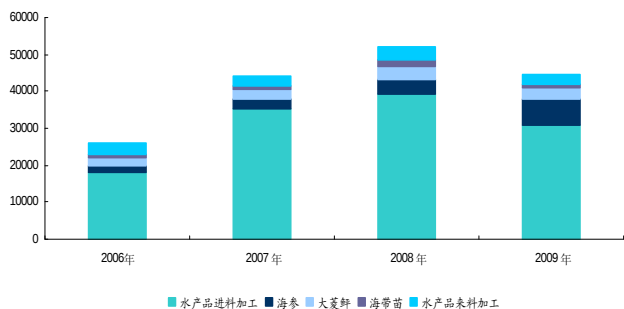
目前，国内海参市场已经形成了供不应求的态势，海参价格逐年升高，今年 8 月海参价格高达 210 元/公斤，较去年上涨 10% 左右。

我们认为，消费升级引起海参需求量逐年提升，而围堰海参养殖海域稀缺将导致海参供给趋紧，未来海参市场供求失衡将导致海参价格逐年提升。因此我们看好目前拥有稀缺海域资源和海参养殖经验的上市公司。

第二，海参养殖业务为公司未来主要利润来源

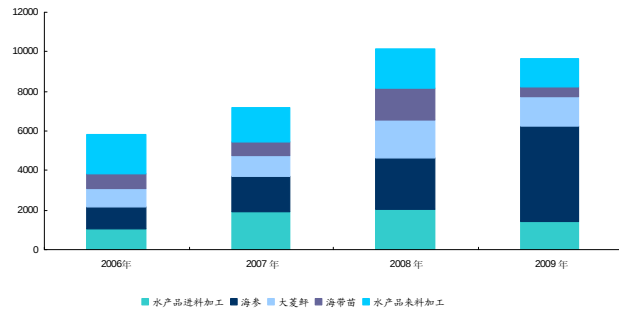
公司主营业务为水产品进料加工，海参、大菱鲆养殖，海带苗繁育等。海参业务为公司营业利润主要来源，2009 年占比 45%。

图 1：2006-2009 年公司各主营业务收入所占比例



资料来源：长江证券研究所

图 2：2006-2009 年公司各主营业务利润所占比例



资料来源：长江证券研究所

公司从 2003 年开始养殖海参，海参销售收入基本保持 30% 以上的增速，毛利率保持在 58% 以上。公司已经成为行业内养殖经验较为丰富、养殖技术较为成熟的企业，由于海参业务的高额利润和对海参的涨价预期，我们认为公司未来的战略方针是——发展海参业务为主、维持传统业务为辅。

目前公司拥有海参养殖海域 4.12 万亩，其中包括原有海域 800 亩和 4.04 万亩新增海域。新增海域从 2008 年开始底部改造，改造期 1.5 年，预计今年 4-5 月可以改造完成。我们假设公司边改造边投苗，大小苗混投，根据工期进度，预计公司 2011-2012 年海参捕捞量为 900 和 1200 吨。根据公司公告测算，所有海域达产后年海参产量可以达到 1800 吨。

表 1: 公司海参养殖海域情况

	适宜养殖方式	海域面积（亩）	单位面积产量（斤/亩）	年产量（吨）
原有海域	围堰养殖	800	90	36
牟平	底播养殖	10000	80	400
莱州岛	底播养殖	10000	80	400
担子岛海域	底播养殖	9995	100	499.75
海阳市辛安海域	底播养殖	10410	90	468.45
总计		41205		1804.2

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三， 国内外营销体系建设，加快公司业务拓展

目前公司海水养殖产品的销售主要集中在国内几大城市，加工产品的销售主要集中在日、韩及欧美市场。根据募投项目逐步达产的情况和未来的战略规划，公司确立了“立足烟台、辐射山东、重点领域重点开发”的整体营销思路，实施了包括销售策略提升、销售机构调整、销售模式优化在内的系统的销售准备工作。

在海参产品国内市场方面，公司计划首先分别在济南、北京两地设立销售机构，形成以济南为主的省内区域市场，辐射整个山东市场；以北京为主，联动天津、太原、石家庄等地的华北区市场。然后分别在上海、广州、重庆、成都等地设立销售机构，覆盖杭州、苏州、南京等地的江南区市场和带动深圳、香港、澳门等地的华南区市场。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。在国际市场上，公司计划在 2012 年设立境外销售机构。我们认为公司积极建设国内国外销售系统将有助于扩大公司品牌影响力，有助于公司海参销售和其他加工产品销售。

图 3: 公司未来销售网点分布情况



资料来源：长江证券研究部

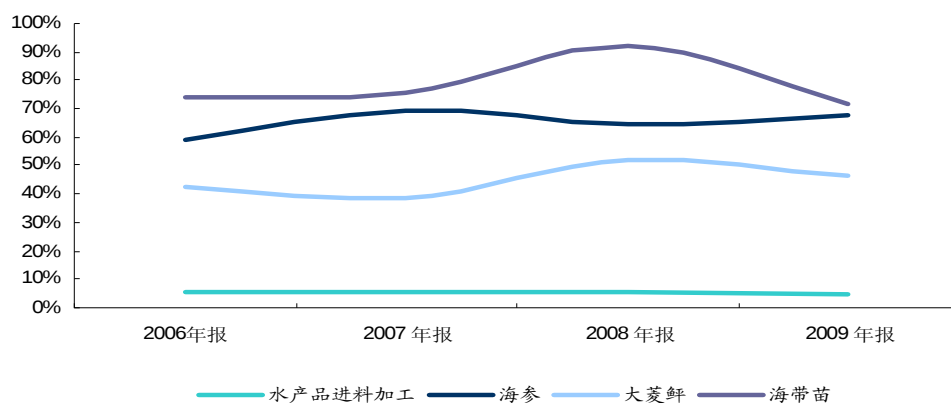
第四，预计 2011-2012 年其他业务保持稳中小幅增长

水产品进料加工业务是公司营业收入主要来源，2009 年占比 64.84%。水产品进料加工业务是由公司根据国际市场供需情况和长期客户的购买意向直接从海洋捕捞公司或冻鱼供应商处购买原材料，根据客户订单进行生产和销售。该业

务利润较低，仅 5%左右，但相对稳定。公司在水产品进料加工业务方面经验丰富，客户群稳定，我们预计未来公司将继续维持这一块业务稳定运作，保持小幅增长。由于收入相对稳定，水产品进料加工业务可与利润波动较大的海参业务互补，减小公司盈利风险。

公司在海带苗行业市场占有率在 10%以上，有一定规模优势。虽然海带苗业务毛利率较高，2009 年达到 71.8%，但是由于毛利率波动较大，且市场规模有限，我们预计 2010-2012 年海带苗销售量维持 10%的小幅增长。

图 4：2006-2009 年公司各主营业务毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五， 盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31, 0.43 和 0.57 元，给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	474	671	868	1093	货币资金	180	67	87	109
营业成本	366	507	644	805	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	108	164	224	289	应收账款	79	112	145	183
% 营业收入	22.7%	24.4%	25.8%	26.4%	存货	324	449	571	713
营业税金及附加	2	2	3	4	预付账款	47	61	77	96
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	1	1	2	2
销售费用	9	12	16	20	流动资产合计	632	691	882	1104
% 营业收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	32	45	58	73	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	19	24	37	46	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	4.0%	3.6%	4.2%	4.2%	固定资产合计	677	978	1209	1283
资产减值损失	-4	1	1	2	无形资产	47	45	43	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	4	4	4	4
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	50	78	108	143	其他非流动资产	271	271	271	271
% 营业收入	10.6%	11.7%	12.5%	13.1%	资产总计	1632	1989	2409	2703
营业外收支	7	0	0	0	短期贷款	366	621	914	1047
利润总额	57	78	108	143	应付款项	38	52	66	83
% 营业收入	12.0%	11.7%	12.5%	13.1%	预收账款	5	7	10	12
所得税费用	0	0	0	0	应付职工薪酬	1	2	3	3
净利润	57	78	108	143	应交税费	3	4	5	6
归属于母公司所有者					其他流动负债	43	59	75	94
的净利润	55.3	76.2	105.7	139.7	流动负债合计	456	746	1073	1245
少数股东损益	1	2	3	4	长期借款	45	45	45	45
EPS（元/股）	0.23	0.31	0.43	0.57	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	20	20	20	20
经营活动现金流净额	96	74	188	269	负债合计	520	811	1138	1310
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1086	1151	1241	1360
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	25	27	30	34
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1111	1178	1271	1393
固定资产投资	-306	-407	-409	-311	负债及股东权益	1632	1989	2409	2703
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-306	-407	-409	-311		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.227	0.313	0.433	0.573
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.45	4.72	5.09	5.58
银行贷款增加（减少）	-52	255	293	132	PE	223.15	161.85	116.76	88.32
筹资成本	33	-36	-53	-67	PEG	6.16	4.47	3.23	2.44
其他	-51	0	0	0	PB	11.36	10.72	9.95	9.08
筹资活动现金流净额	-70	220	241	65	EV/EBITDA	132.89	61.30	40.67	31.10
现金净流量	-281	-113	20	23	ROE	5.1%	6.6%	8.5%	10.3%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。