

獐子岛(002069.SZ)

3 季度业绩超过预期约 10%

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价(元): **49.26-53.02**

分析师

谢刚

S0740210090003

021-58208304

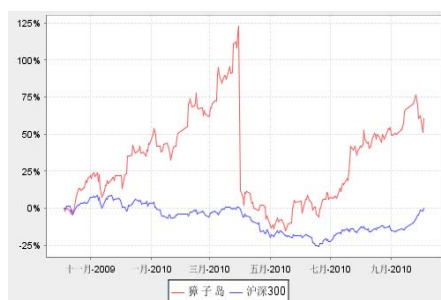
xiegang@qlzq.com.cn

2010 年 10 月 20 日

基本状况

总股本(百万股)	452.40
流通股本(百万股)	452.40
市价(元)	43.80
市值(百万元)	19815.12
流通市值(百万元)	19815.12

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

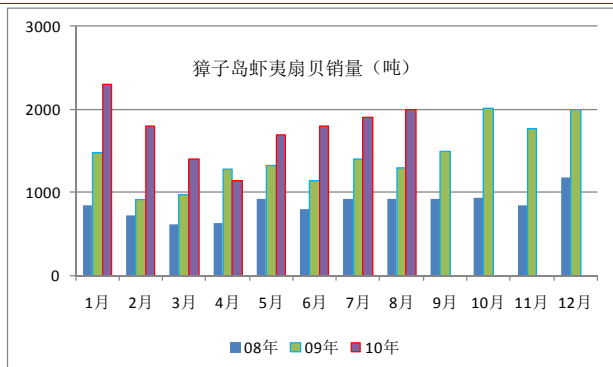
指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,006.99	1,512.54	2,033.56	2,594.76	3,350.48
营业收入增速	56.99%	50.20%	34.45%	27.60%	29.13%
净利润增长率	-25.34%	64.98%	84.32%	46.32%	43.49%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.91	0.84	1.23	1.77
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	28.22	41.12	48.03	32.83	22.88
PEG	—	0.63	0.57	0.71	0.53
每股净资产(元)	5.53	6.09	3.89	4.82	6.29
每股现金流量	-0.04	0.33	-0.01	0.66	1.04
净资产收益率	10.02%	15.00%	21.66%	25.56%	28.12%
市净率	2.83	6.17	10.40	8.39	6.43
总股本(百万股)	226.20	226.20	452.40	452.40	452.40

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

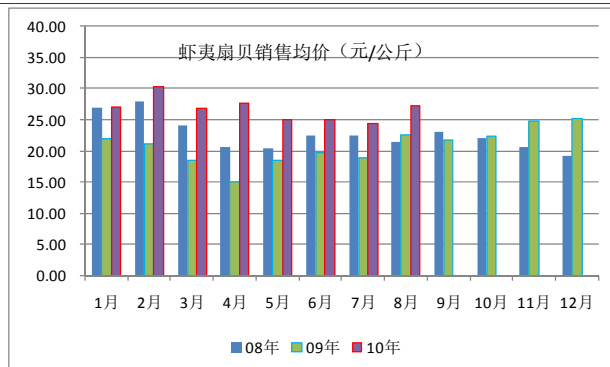
- 獐子岛 2010 年 3 季度实现销售额 1571.30 百万元, 同比增长 53.34%; 实现净利润 289.39 百万元, 同比增长 132.9%, 对应 EPS 为 0.64 元, 超过我们此前预期约 10%。
- 推动獐子岛 3 季度盈利快速增长的主导产品为——虾夷扇贝和鲍鱼。
- (1) 量增。由于虾夷扇贝规格不断提升, 2010 年獐子岛底播虾夷扇贝(3 龄贝)的单产水平已达 160 公斤/亩, 我们预计 2010 年公司虾夷扇贝鲜活品销量同比增长 40%, 接近 2.4 万吨左右;
- (2) 价涨。预计虾夷扇贝 2010 年的销售单价为 26.73 元/公斤, 较去年同期上涨 25.46%;
- 同时, 公司 3 季度鲍鱼销售价格略增, 销量增长带来销售额进而带来净利润同比增长 23% 左右。
- 此外, 我们预计在 4 季度海参销售旺季到来之前, 海参价格仍有望小幅上涨到 200-220 元/公斤, 明年海参的景气度仍将受益于居民收入增长、消费理念升级以及消费区域的扩大而进一步提升。
- 目前农业子行业中, 水产品依然以需求景气增长、供给门槛高等特征而成为我们首选对象, 其中水产品龙头公司——獐子岛兼具进攻性和防御性, 预计公司在经过 2010 年的高速增长后, 2011—2012 年在行业高景气以及虾夷扇贝单产的提高下, 净利润仍将增长 40%。
- 我们预计獐子岛 2010-12 年分别实现净利润 380.78、557.18、799.48 百万元, 同比增长 84.3%、46.3%、43.5%, 对应 EPS 为 0.84、1.23、1.77 元, 较先前有小幅上调。经过 PE 估值比较, 公司合理股价区间为 49.26 - 53.02 元, 对应 40×11PE 和 30×12PE, 维持“买入”建议。

图表 1: 预计獐子岛虾夷扇贝销量 (吨)



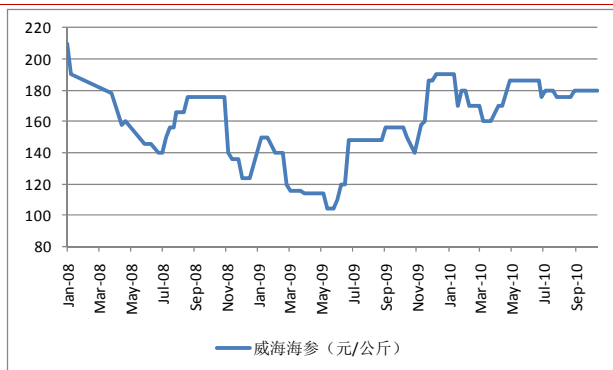
来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 预计獐子岛虾夷扇贝销售价格 (元/公斤)



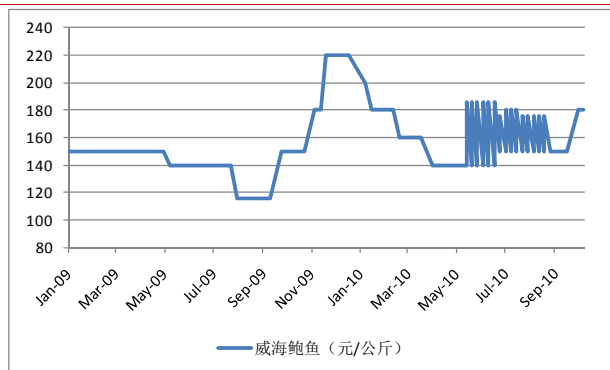
来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 威海海参价格有望上涨到 200-220 元/公斤



来源: 威海水产品批发市场, 齐鲁证券研究所

图表 4: 鲍鱼价格仍总体维持高位 (元/公斤)



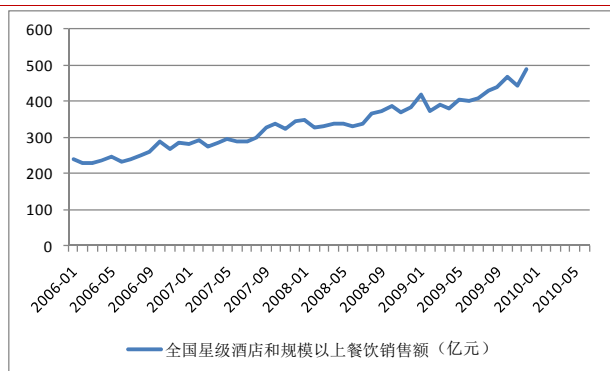
来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 2010 年北京星级酒店销售收入 (万元)



来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 全国星级酒店餐饮销售额 (亿元)



来源: 齐鲁证券研究所

图 7：獐子岛水产养殖业务预测

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
虾夷扇贝											
平均售价 (万元/吨)	2.30	2.48	2.82	2.87	2.90	2.61	2.44	2.70	2.86	3.01	3.13
增长率 (YOY)	N/A	7.64%	13.58%	2.10%	0.77%	-10.00%	-6.57%	10.92%	6.00%	5.00%	4.00%
生产数量 (吨)	9711.26	10560.70	13293.53	14360.37	13496.83	20136.00	34289.00	47750.00	67500.00	90250.00	112750.00
销售数量 (吨)	6211.46	6191.50	7058.03	10483.07	9447.78	14095.20	17144.50	24352.50	33750.00	45125.00	56375.00
增长率 (YOY)	N/A	-0.32%	14.00%	48.53%	-9.88%	49.19%	21.63%	42.04%	38.59%	33.70%	24.93%
销售收入 (百万元)	143.04	153.47	198.72	301.35	273.67	367.46	417.57	657.88	966.46	1356.80	1762.86
增长率 (YOY)	N/A	7.29%	29.48%	51.65%	-9.19%	34.27%	13.64%	57.55%	46.90%	40.39%	29.93%
毛利率	54.72%	66.78%	69.80%	66.00%	65.73%	53.81%	66.00%	77.01%	78.31%	79.34%	80.14%
销售成本 (百万元)	64.77	50.98	60.01	102.46	93.79	169.73	141.97	151.25	209.61	280.26	350.13
增长率 (YOY)	N/A	-21.28%	17.71%	70.73%	-8.46%	80.97%	-16.35%	6.53%	38.59%	33.70%	24.93%
毛利 (百万元)	78.27	102.49	138.71	198.89	179.88	197.73	275.60	506.63	756.84	1076.54	1412.73
增长率 (YOY)	N/A	30.94%	35.34%	43.39%	-9.56%	9.92%	39.38%	83.83%	49.39%	42.24%	31.23%
鲜活刺参											
平均售价 (元/公斤)	126.35	128.69	129.78	144.90	173.88	170.40	187.44	224.93	244.93	264.93	284.93
增长率 (YOY)	N/A	1.85%	0.85%	11.65%	20.00%	-2.00%	10.00%	20.00%	8.89%	8.17%	7.55%
生产数量 (吨)	169.00	261.00	366.00	428.16	266.40	362.05	530.44	412.92	428.65	530.44	412.92
销售数量 (吨)	104.30	162.50	247.90	214.08	133.20	181.03	298.52	246.69	262.11	326.35	267.47
增长率 (YOY)	N/A	55.80%	52.55%	-13.64%	-37.78%	35.90%	64.91%	-17.36%	6.25%	24.51%	-18.04%
销售收入 (百万元)	13.18	20.91	32.17	31.02	23.16	30.85	55.96	55.49	64.20	86.46	76.21
增长率 (YOY)	N/A	58.69%	53.84%	-3.58%	-25.34%	33.19%	81.40%	-0.84%	15.70%	34.68%	-11.86%
毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	53.74%	61.45%	77.72%	51.00%	59.17%	62.50%	65.33%	67.77%
销售成本 (百万元)	6.59	10.46	16.09	14.35	8.93	6.87	27.42	22.66	24.07	29.97	24.57
增长率 (YOY)	N/A	58.69%	53.84%	-10.79%	-37.78%	-23.02%	298.94%	-17.36%	6.25%	24.51%	-18.04%
毛利 (百万元)	6.59	10.46	16.09	16.67	14.23	23.97	28.54	32.83	40.12	56.49	51.64
增长率 (YOY)	N/A	58.69%	53.84%	3.63%	-14.62%	68.45%	19.03%	15.04%	22.22%	40.78%	-8.57%
鲍鱼								2.90%	4.93%		
平均售价 (元/公斤)	279.2	286.6	292.9	465.5	414.9	235.5	251.3	253.8	254.8	233.7	234.4
增长率 (YOY)	N/A	2.62%	2.23%	58.92%	-10.87%	-43.26%	6.71%	1.01%	0.39%	-8.29%	0.31%
生产数量 (吨)	45.00	94.00	150.00	114.94	122.08	331.56	526.00	641.50	641.50	834.00	834.39
销售数量 (吨)	44.30	93.90	146.90	114.94	122.08	331.56	526.00	641.50	641.50	834.00	834.39
增长率 (YOY)	N/A	111.96%	56.44%	-21.76%	6.21%	171.59%	58.64%	21.96%	0.00%	30.01%	0.05%
销售收入 (百万元)	12.37	26.91	43.03	53.51	50.66	78.07	132.16	162.80	163.44	194.88	195.58
增长率 (YOY)	N/A	117.52%	59.93%	24.34%	-5.33%	54.11%	69.29%	23.18%	0.39%	19.24%	0.36%
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	42.90%	42.90%	22.21%	21.10%	22.10%	23.10%	24.10%	25.10%
销售成本 (百万元)	7.42	16.14	25.82	30.55	28.92	60.73	104.27	126.82	125.69	147.91	146.49
增长率 (YOY)	N/A	117.52%	59.93%	18.33%	-5.33%	109.96%	71.70%	21.62%	-0.90%	17.69%	-0.96%
毛利 (百万元)	4.9	10.8	17.2	23.0	21.7	17.3	27.9	36.0	37.8	47.0	49.1
增长率 (YOY)	N/A	117.52%	59.93%	33.36%	-5.33%	-20.21%	60.83%	29.02%	4.94%	24.40%	4.52%
海胆等其他											
销售收入 (百万元)	25.47	7.12	14.59	25.47	33.34	38.05	18.25	15.00	16.50	18.15	19.97
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	2.02%	11.16%	31.31%	31.30%	33.80%	36.30%	38.80%
销售成本 (百万元)				17.83	32.67	33.80	12.53	10.31	10.92	11.56	12.22
海水养殖销售收入合计 (百万元)	204.23	237.54	300.55	411.35	380.83	514.42	623.93	891.17	1210.59	1657.29	2056.62
养殖业务成本合计 (百万元)	97.68	111.78	128.67	165.19	164.31	271.13	286.20	311.03	370.30	469.71	531.41
养殖业务毛利 (百万元)	106.55	125.75	171.88	246.16	216.52	243.29	337.73	580.14	840.30	1,187.58	1,525.21
养殖业务毛利率 (%)	52.17%	52.94%	57.19%	59.84%	56.85%	47.29%	54.13%	65.10%	69.41%	71.66%	74.16%

来源：齐鲁证券研究所

图表 8：獐子岛水产品加工业务假定

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
虾夷贝柱											
产量(吨)	399.20	460.00	966.30	700.00	715.00	1,015.00	1,195.00	1,195.00	1,255.00	1,855.00	2,255.00
销售数量(吨)	396.20	420.70	806.20	833.15	707.50	865.00	1,105.00	1,195.00	1,225.00	1,555.00	2,055.00
增长率(YOY)	N/A	6.18%	91.63%	3.34%	-15.08%	22.26%	27.75%	8.14%	2.51%	26.94%	32.15%
产销率(%)	99.25%	91.46%	83.43%	119.02%	98.95%	85.22%	92.47%	100.00%	97.61%	83.83%	91.13%
销售单价(元/吨)	47,562	55,838	68,941	55,842	53,050	53,050	53,050	53,050	53,050	53,050	53,050
销售收入(百万元)	18.84	23.49	55.58	46.52	37.53	45.89	58.62	63.39	64.99	82.49	109.02
增长率(YOY)	N/A	24.66%	136.60%	-16.29%	-19.33%	22.26%	27.75%	8.14%	2.51%	26.94%	32.15%
半壳虾夷贝											
产量(吨)	428.80	810.60	876.20	700.00	715.00	1,065.00	1,275.00	1,275.00	1,345.00	2,245.00	2,845.00
销售数量(吨)	566.70	615.40	989.00	788.10	707.50	890.00	1,170.00	1,275.00	1,310.00	1,795.00	2,545.00
增长率(YOY)	N/A	8.59%	60.71%	-20.31%	-10.23%	25.80%	31.46%	8.97%	2.75%	37.02%	41.78%
产销率(%)	132.16%	75.92%	112.87%	112.59%	98.95%	83.57%	91.76%	100.00%	97.40%	79.96%	89.46%
销售单价(元/吨)	18,557	19,308	21,271	17,230	16,368	16,368	16,368	16,368	16,368	16,368	16,368
销售收入(百万元)	10.52	11.88	21.04	13.58	11.58	14.57	19.15	20.87	21.44	29.38	41.66
增长率(YOY)	N/A	12.99%	77.05%	-35.45%	-14.72%	25.80%	31.46%	8.97%	2.75%	37.02%	41.78%
虾夷贝柱连籽											
产量(吨)	654.40	784.60	1,258.70	700.00	715.00	1,065.00	1,275.00	1,345.00	1,345.00	1,945.00	2,345.00
销售数量(吨)	568.00	789.60	985.80	979.35	707.50	890.00	1,170.00	1,310.00	1,345.00	1,645.00	2,145.00
增长率(YOY)	N/A	39.01%	24.85%	-0.65%	-27.76%	25.80%	31.46%	11.97%	2.67%	22.30%	30.40%
产销率(%)	86.80%	100.64%	78.32%	139.91%	98.95%	83.57%	91.76%	97.40%	100.00%	84.58%	91.47%
销售单价(元/吨)	52,974	55,191	67,266	54,486	51,761	51,761	51,761	51,761	51,761	51,761	51,761
销售收入(百万元)	30.09	43.58	66.31	53.36	36.62	46.07	60.56	67.81	69.62	85.15	111.03
增长率(YOY)	N/A	44.83%	52.16%	-19.53%	-31.37%	25.80%	31.46%	11.97%	2.67%	22.30%	30.40%
盐渍、即食等加工海参											
产量(吨)	7.70	15.10	30.20	32.85	57.27	77.90	108.73	99.09	101.56	122.94	95.91
销售数量(吨)	6.30	13.70	24.60	26.76	46.65	63.45	88.57	80.72	82.72	100.14	78.12
增长率(YOY)	N/A	117.46%	79.56%	8.78%	74.33%	36.02%	39.58%	-8.86%	2.48%	21.05%	-21.99%
产销率(%)	81.82%	90.73%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%
销售单价(元/公斤)	847	858	897	900	1170	1229	1312	1706	2047	2354	2707
销售收入(百万元)	5.34	11.75	22.08	24.08	54.58	77.95	116.20	137.68	169.32	235.71	211.47
增长率(YOY)	N/A	120.10%	87.90%	9.10%	126.63%	42.82%	49.07%	18.48%	22.98%	39.21%	-10.29%
精包装旅游食品(即食鲍鱼等)											
销量(吨)	0.00	0.00	0.00	2.30	6.10	16.58	26.30	32.08	32.08	41.70	41.72
销售单价(百万元/吨)	0.00	0.00	0.00	2.50	2.50	2.20	1.32	1.58	1.82	2.00	2.20
销售收入(百万元)	0.00	0.00	0.00	5.75	15.26	36.47	34.72	50.81	58.43	83.56	91.95
冻鱼片等其他加工品											
销售收入(百万元)	9.16	21.64	39.67	63.13	72.16	115.80	307.51	415.14	518.93	596.77	686.28
加工业务总销售收入(百万元)	73.95	112.34	204.67	206.43	227.73	336.75	596.76	755.70	902.72	1113.06	1251.41
加工业务销售成本(百万元)	54.40	78.99	131.24	161.25	186.74	293.17	526.63	629.10	769.99	951.17	1070.70
加工业务毛利率(%)	26.43%	29.69%	35.88%	21.89%	18.00%	12.94%	11.75%	16.75%	14.70%	14.54%	14.44%

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：獐子岛销售收入预测表

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
水产养殖											
销售收入(百万元)	204.23	237.54	300.55	411.35	380.83	514.42	623.93	891.17	1,210.59	1,657.29	2,056.62
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	36.87%	-7.42%	35.08%	21.29%	42.83%	35.84%	36.90%	24.10%
毛利率	52.17%	52.94%	57.19%	59.84%	56.85%	47.29%	54.13%	65.10%	69.41%	71.66%	74.16%
销售成本(百万元)	97.68	111.78	128.67	165.19	164.31	271.13	286.20	311.03	370.30	469.71	531.41
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	28.39%	-0.54%	65.01%	5.55%	8.68%	19.05%	26.85%	19.14%
毛利(百万元)	106.55	125.75	171.88	246.16	216.52	243.29	337.73	580.14	840.30	1,187.58	1,525.21
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	43.21%	-12.04%	12.36%	38.82%	71.77%	44.85%	41.33%	28.43%
占总销售额比重	69.32%	64.71%	57.80%	64.26%	59.37%	51.08%	41.25%	43.82%	46.66%	49.46%	51.70%
占主营业务利润比重	82.41%	78.25%	69.38%	82.80%	83.30%	80.06%	79.72%	79.44%	83.92%	85.74%	87.27%
水产加工											
销售收入(百万元)	73.95	112.34	204.67	206.43	227.73	336.75	596.76	755.70	902.72	1,113.06	1,251.41
增长率(YOY)	N/A	51.92%	82.19%	0.86%	10.32%	47.87%	77.21%	26.63%	19.46%	23.30%	12.43%
毛利率	26.43%	29.69%	35.88%	21.89%	18.00%	12.94%	11.75%	16.75%	14.70%	14.54%	14.44%
销售成本(百万元)	54.40	78.99	131.24	161.25	186.74	293.17	526.63	629.10	769.99	951.17	1,070.70
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	22.87%	15.81%	57.00%	79.63%	19.46%	22.40%	23.53%	12.57%
毛利(百万元)	19.54	33.36	73.43	45.18	40.99	43.58	70.13	126.60	132.73	161.88	180.71
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	38.47%	-9.20%	6.30%	60.95%	80.51%	4.85%	21.96%	11.63%
占总销售额比重	25.10%	30.60%	39.36%	32.25%	35.50%	33.44%	37.16%	34.79%	33.22%	31.46%	14.44%
占主营业务利润比重	15.12%	20.76%	29.64%	15.20%	15.77%	14.34%	16.55%	17.34%	13.26%	11.69%	10.34%
水产贸易、交通运输等											
销售收入(百万元)	16.44	17.20	14.78	22.33	32.87	155.82	291.85	386.70	481.44	580.13	670.05
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	51.10%	47.20%	374.10%	87.30%	32.50%	24.50%	20.50%	15.50%
毛利率	19.49%	9.28%	16.35%	26.71%	7.33%	10.92%	5.41%	6.08%	5.88%	6.13%	6.23%
销售成本(百万元)	13.24	15.60	12.36	16.36	30.46	138.81	276.06	369.17	459.11	544.54	629.28
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	32.99%	86.14%	355.72%	98.88%	31.56%	24.77%	20.18%	15.38%
毛利(百万元)	3.20	1.60	2.42	5.96	2.41	17.01	15.79	23.53	28.33	35.59	41.78
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	146.81%	-59.64%	606.70%	-7.19%	49.02%	20.41%	25.62%	17.38%
占总销售额比重	5.58%	4.69%	2.84%	3.49%	5.12%	15.47%	19.30%	19.02%	18.55%	17.31%	16.84%
占主营业务利润比重	2.48%	0.99%	0.93%	2.01%	0.93%	5.60%	3.73%	3.22%	2.83%	2.57%	2.39%
销售收入(百万元)	294.62	367.08	520.00	640.11	641.43	1,006.99	1,512.54	2,033.56	2,594.76	3,350.48	3,978.08
销售成本(百万元)	165.32	206.37	272.27	342.81	381.51	703.11	1,088.89	1,303.30	1,593.39	1,965.43	2,290.38
毛利(百万元)	129.29	160.70	247.74	297.31	259.92	303.88	423.66	730.26	1,001.36	1,385.05	1,747.69
平均毛利率	43.89%	43.78%	47.64%	46.45%	40.52%	30.18%	28.01%	35.91%	38.59%	41.34%	43.93%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501