



业绩略低于预期，不改公司中长期价值

——业绩快报点评

近1年该股与沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	244
实际流通A股（百万股）	231
实际流通A股市值（亿元）	40.44

研究员：任睿

电话：025-83367888-3205

邮箱：rren@njzq.com.cn

研究员：尹建辉

投资咨询证书号：S0620207050048

公司评级：推荐（维持）

● 内容提要

- **业绩略低于预期。**公司公布了2010年度业绩快报，实现营业收入6.24亿元，同比增长31.75%，营业利润7316万，同比增长45.85%，归属上市公司股东净利润7377万元，同比增长33.39%，实现基本每股收益0.3025元，同比增长33.38%，业绩略低于我们的预期。
- **量价齐升，实现业绩同比增长。**同2009年相比，公司的海参产量较2009年420吨有了较大幅度的提升，预计产量在590万吨左右，略低于我们此前620吨的测算。价格同比预计有23%的增长，量价齐升使得业绩同比增长。营业收入的增长高于预期的主要原因，可能是水产品加工部分的量高于我们此前的预期。
- **海参价格持续走高，价格上调指日可待。**海参价格在2010年持续上涨，2010年年底价格部分海域较2009年上涨幅度超过50%，预计目前均价在每公斤220元以上，公司2010年上调了部分海参品种零售价格，批发价格并未上调，在海参价格上涨的背景下，公司有可能上调批发价格。虽然捕捞期已经过去，淡干和盐干海参在整个产品结构中占比上涨，价格上涨对公司业绩影响有限，但预计对新捕捞季到来的海参价格有所提振。
- **白海参、三文鱼和胶原蛋白值得期待。**白海参于2009年培育出1.2万头苗，2010年又培育出300多公斤，白海参的价格会比目前的海参有较大幅度的提高，三文鱼养殖状况良好，预计11年底会有产量。胶原蛋白终端建设良好，业绩想象空间较大，将在未来几年为公司贡献收益。
- **估值合理，维持推荐评级。**2010年、2011年和2012年EPS分别为0.30

元、0.54元和0.79元，以2月17收盘价17.51计算，对应PE分别为58.36倍、32.42倍和22.16倍，估值合理。2010年业绩略低于预期，不改公司中长期价值，维持推荐评级。

图表 1 收入分项预测 1

海参养殖	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
养殖面积（亩）	836	836	41,399	41,399	41,399	41,399	41,399
产销量（吨）	115	135.5	218	420	590	900	1200
单价（元/公斤）	160.3	189.8	183.2	169.9	210	225	235
销售收入（百万元）	18.44	25.72	39.94	71.35	123.9	202.5	282
销售成本（百万元）	7.58	7.92	14.04	22.85	39	65	85
毛利（百万元）	10.86	17.8	25.9	48.5	84.9	137.5	197
毛利率	58.90%	69.20%	64.80%	68.00%	68.52%	67.90%	69.86%
胶原蛋白	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
产销量（吨）					40	70	100
单价（万元/吨）					45	45	45
销售收入（百万元）					18	31.5	45
销售成本（百万元）					3.6	6.3	9
毛利（百万元）					14.4	25.2	36
毛利率					80.00%	80.00%	80.00%

资料来源：南京证券研究所

图表 2 收入分项预测 2

海参养殖	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万元）	18.44	25.72	39.94	71.35	123.9	202.5	282
YOY		39.50%	55.30%	78.60%	73.65%	63.44%	39.26%
销售成本（百万元）	7.58	7.92	14.04	22.85	39	65	85
毛利（百万元）	10.86	17.8	25.9	48.5	84.9	137.5	197
毛利率	58.90%	69.20%	64.80%	68.00%	68.52%	67.90%	69.86%
销售占比	6.90%	5.50%	7.10%	15.10%	20.02%	28.14%	34.82%
毛利占比	18.00%	21.80%	22.50%	45.10%	57.35%	62.24%	67.91%
大菱鲆	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万元）	21.72	26.71	36.68	32.17	30	28	25
YOY		23.00%	37.30%	-12.30%	-6.75%	-6.67%	-10.71%
销售成本（百万元）	12.43	16.31	17.49	17.31	16.5	15.4	13.75
毛利（百万元）	9.29	10.4	19.19	14.86	13.5	12.6	11.25
毛利率	42.80%	38.90%	52.30%	46.20%	45.00%	45.00%	45.00%
销售占比	8.10%	5.80%	6.50%	6.80%	4.85%	3.89%	3.09%
毛利占比	15.40%	12.70%	16.70%	13.80%	9.12%	5.70%	3.88%
海带	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万元）	10.17	9.07	16.93	6.39	7	7.5	7.8
YOY		-10.80%	86.70%	-62.30%	9.55%	7.14%	4.00%
销售成本（百万元）	2.64	2.22	1.28	1.8	1.75	1.88	1.95
毛利（百万元）	7.53	6.85	15.65	4.59	5.25	5.63	5.85
毛利率	74.00%	75.50%	92.40%	71.80%	75.00%	75.00%	75.00%
销售占比	3.80%	2.00%	3.00%	1.30%	1.13%	1.04%	0.96%
毛利占比	12.50%	8.40%	13.60%	4.30%	3.55%	2.55%	2.02%
水产品加工	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万元）	208.37	379.67	425.87	335.56	440	450	450
YOY		82.20%	12.20%	-21.20%	31.12%	2.27%	0.00%

销售成本（百万元）	178.18	343.02	385.14	307.05	410	410	410
毛利（百万元）	30.19	36.65	40.73	28.51	30	40	40
毛利率	14.50%	9.70%	9.60%	8.50%	6.82%	8.89%	8.89%
销售占比	78.00%	81.80%	76.00%	70.90%	71.09%	62.54%	55.57%
毛利占比	50.10%	44.80%	35.50%	26.50%	20.26%	18.11%	13.79%
胶原蛋白	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万元）					18	31.5	45
YOY						75.00%	42.86%
销售成本（百万元）					3.6	6.3	9
毛利（百万元）					14.4	25.2	36
毛利率					80.00%	80.00%	80.00%
销售占比					2.91%	4.38%	5.56%
毛利占比					9.73%	11.41%	12.41%
销售收入合计	258.7	441.17	519.42	445.47	618.9	719.5	809.8
销售成本合计	200.83	369.47	417.95	349.01	470.85	498.58	519.70
销售毛利合计	57.87	71.70	101.47	96.46	148.05	220.93	290.10

资料来源：南京证券研究所

图表 3 利润表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	560	474	618.9	719.5	809.8
二、营业总成本	516	423	545.85	585.58	615.70
其中：营业成本	445	366	470.85	498.58	519.70
营业税金及附加	0	2	3	3	3
销售费用	10	9	19	28	35
管理费用	20	32	33	36	38
财务费用	27	19	20	20	20
资产减值损失	13	-4	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
三、营业利润	45	50	73.05	133.93	194.10
加：营业外收入	3	7	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0	0
四、利润总额	47	57	73.05	133.93	194.10
减：所得税	0	0	0	0	0
五、净利润	47	57	73.05	133.93	194.10
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	46	55	72.05	132.93	193.10
全面摊薄总股本（百万股）	244	244	244	244	244
六、全面摊薄每股收益（元）	0.19	0.23	0.30	0.54	0.79

资料来源：南京证券研究所

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；

推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；

中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；

回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。