

买入 维持

獐子岛 (002069)

2011 年 3 月 15 日

扇贝鲜销发力加速，产品加工完善一体化

2011 年 3 月 14 日收盘价：40.57 元

目标价：47.10 元

农林牧渔行业首席分析师：丁 频
SAC 执业证书编号：S0850203100085

dingpin@htsec.com

021-23219405

联系人：夏 木

xiam@htsec.com

021-23219748

獐子岛发布 2010 年年报。

公司今日发布 2010 年年报，公司全年实现营业收入 22.59 亿元，同比上涨 49.35%；营业利润 4.70 亿元，同比大涨 133.45%；归属于母公司所有者的净利润 4.23 亿元，同比上升 104.64%，每股收益 0.93 元。公司 2010 年分配预案为：以公司 2011 年 3 月 14 日非公开发行后的 47407 万股为基数，每 10 股转 5 股，同时派发现金红利 5.00 元（含税）。公司收入的主要贡献来自于虾夷扇贝产品营业收入的大幅增长，尤其是扇贝价格上涨所带动的毛利快速提升。

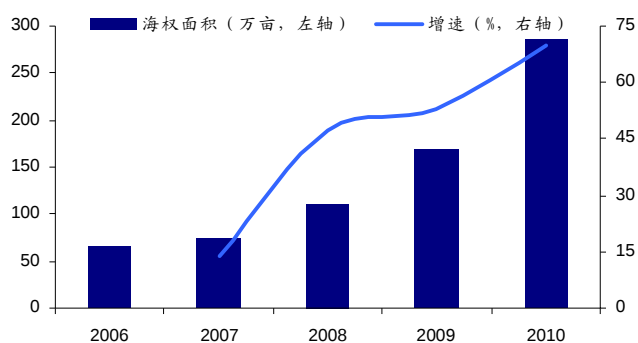
1. 虾夷扇贝：鲜销发力加速，推动公司业绩大幅上扬。

公司 2010 年虾夷扇贝产品实现营业收入 90541 万元，同比上升 63.36%，毛利率为 62.27%，较 2009 年增长 11.45 个百分点。其中鲜销扇贝 2.3 万吨，均价约 26 元/公斤，贡献收入约 6 亿元，其业绩提升主要源于公司扇贝产量增长和扇贝市场价格提高两方面的拉动。

产量方面。公司 2010 年虾夷扇贝底播增殖实际收获面积约 32 万亩，扇贝产量接近 5 万吨。我们认为公司虾夷扇贝产量将继续保持较快增长，主要原因有三：1) 公司确权海权面积和底播增殖面积增长较快。公司截止 2010 年底拥有确权海权面积 285 万亩，较 2009 年大幅增长约 120 万亩，公司计划到 2011 年末海域确权总面积达到 300 万亩；同时公司 2010 年底播虾夷扇贝投苗面积达 120 余万亩，超过前两个年度投苗面积的总和，2010 年底播实际收获面积约 32 万亩，预计 2011 年可达 40 万亩。我们认为，强大的资源储备和稳步增长的养殖收获面积将是公司未来扇贝产量提升的有力保障，也是公司的核心竞争力。2) 亩产量大幅提高，单位养殖成本下降。2010 年公司全年亩产量在 110 公斤以上，上半年部分海域亩产量更是高达 160 公斤，我们预计随着公司在底播养殖研发方面投入的增加、养殖技术方面的逐步成熟和养殖规模化程度的进一步加大，未来公司扇贝亩产量维持在 110 公斤以上的高位是大概率事件。3) 需求持续旺盛，刺激供给增长。从外部环境来看，随着我国居民收入和生活水平的提升，对于海参、扇贝等海产品的消费需求增长比较明显，公司作为海产品的龙头企业，无疑将积极扩大产量供给，更好的受益于行业的高景气行情。

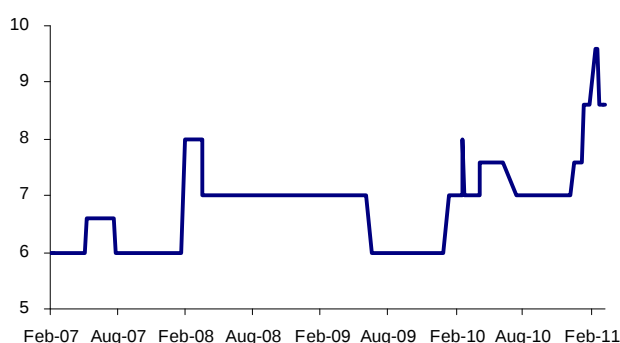
价格方面。公司 2010 年鲜活扇贝的销售均价在 26 元/公斤左右，同比去年增幅 15%以上。我们认为未来公司鲜贝售价将继续维持在较高水位：1) 供需偏紧，价格坚挺。我们重申目前及未来海产品因为需求旺盛、刚性而对于价格的强有力支撑作用。2) 底播养殖优势明显，业务模式适时灵活。近年来频发的恶劣天气对采取浮筏养殖的散养户影响较大，2007 年一季度的风暴潮和 2009 年底的渤海湾冰冻灾害均造成浮筏养殖扇贝的大量死亡，造成农户养殖积极性的减退；与此同时，大连周边部分地区过密的养殖空间和不当的养殖方式，也助长了近年来浮筏养殖扇贝死亡率提高和产量的锐减，导致扇贝价格走高。公司一方面因为采取底播增殖方式，受灾影响小，能够更好的受益于因供给减少引发的价格上涨；另一方面采取适时灵活的业务模式，积极收购周边农户散养的扇贝，加工成海产品，既为公司鲜贝的产量释放提供空间，又消化了一部分周边地区的产量。3) 随着公司在底播养殖鲜贝市场占有率的持续巩固和品牌效应的进一步增强，品牌和资源优势将为公司衍生出更强的定价能力。

图 1 獐子岛公司历年海权面积扩展情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 威海水产品批发市场扇贝批发价格(元/公斤)



资料来源：威海水产品批发市场，海通证券研究所

2. 海产品加工：扩展来源，完善产业链纵向一体化。

公司 2010 年海产品加工业务 75994 万元，同比上涨 27.34%，毛利率由 2009 年的 10.11% 攀升至 21.86%。近年来公司海产品加工业务营业收入占主营业务收入的比例总体上处于稳步提升的态势，2010 年业务绝对收入的增长依然较快，但占比出现下滑，主要原因在于扇贝的鲜销收入因为扇贝价格的上涨增幅较海产加工收入更快。2010 年公司与韩国、澳洲等合作伙伴的冻煮贝、柱连籽、活鲜贝、鱼类等加工海产品的贸易均取得显著突破。公司目前已经形成较为成熟的海产品鲜销和海产品加工产业链一体化体系，一方面公司通过收购外围农户的鲜贝和自养的小部分鲜贝，加工成海产品，提高公司海产品加工业务的收入，另一方面又为公司优质鲜贝的产能释放和鲜销价格的上涨提供空间。我们认为，随着公司近期增发募集资金投建的贝类加工中心项目的达产，公司产品加工业务将更好的和鲜贝产销形成良性互促，进一步完善公司的纵向产业链体系。

表 1 公司主营业务分类明细（百万元）

业务名称	2010 年			2009 年		
	营业收入	营业利润	营业利润率 (%)	营业收入	营业利润	营业利润率 (%)
水产养殖(分行业)	95540.71	57259.53	59.93	62393.37	33774.43	54.13
水产加工(分行业)	75993.85	16610.44	21.86	59676.18	7013.45	11.75
水产贸易(分行业)	49854.43	2840.64	5.70	25995.31	1053.05	4.05
虾夷扇贝(分产品)	90540.94	56376.12	62.27	55390.85	28149.69	50.82
海参(分产品)	20760.63	11507.61	55.43	17186.03	8721.50	50.75
鲍鱼(分产品)	23660.30	2327.13	9.84	16698.69	3518.74	21.07

资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 渠道扩展：步伐加快，市场优势明显。

2010 年公司进一步加快销售渠道扩展步伐，积极加大与沃尔玛等商超的密切合作，推动国内市场网络建设进程。目前公司在国内拥有活鲜品、冻品、即食品等渠道经销终端 1000 多个，公司产品已进入国内 120 个大中城市。公司目前在销售渠道上已经形成较为广阔和多样化的规模，市场优势明显。同时，公司也着力推进海外市场的拓展，2010 年公司产品新进入韩国市场，欧盟市场的拓展也正在积极进行中。

4. 盈利预测与投资建议。公司资源储备非常丰富，市场拓展能力强，未来仍将以扇贝鲜销为主，同时积极开展产品加工业务，实现并完善产业链纵向一体化建设。我们预计 2011 和 2012 年公司 EPS 分别为 1.19 元和 1.57 元，考虑公司拥有资源优势，和由此而带来的对扇贝价格的掌控能力，维持对公司“买入”的投资评级，目标价 47.10 元，对应 PE11 为 39x，PE12 为 30x。

5. 风险提示。极端恶劣天气造成的养殖风险。

表 2 獐子岛利润表预测（百万元）

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	1513	2259	2873	3433
YoY(%)	50.24	49.35	27.18	19.49
减：营业成本	1089	1484	1876	2188
毛利	424	775	997	1245
毛利率（%）	28.02	34.29	34.70	36.26
主营业务税金及附加	3	3	6	7
营业费用（销售费用）	98	147	181	216
管理费用	98	127	140	154
财务费用	21	47	36	27
资产减值损失	5	3	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	23	3	3
营业利润	201	470	637	844
营业外收支	26	14	3	3
利润总额	227	484	640	847
减：所得税	31	61	77	102
减：少数股东损益	-11	0	1	1
归属于母公司净利润	207	423	562	744
EPS（元）	0.46	0.93	1.19	1.57

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频：农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、国投中鲁、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。