

獐子岛 (002069)

推荐 (维持)

海域持续开发推动业绩增长

市场数据

报告日期	2011-3-15
收盘价(元)	40.57
总股本(百万股)	474.07
流通股本(百万股)	426.87
总市值(百万元)	19233.21
流通市值(百万元)	17318.02
净资产(百万元)	1685.54
总资产(百万元)	3304.41
每股净资产	3.56

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2259	2930	3586	4293
同比增长(%)	49.4%	29.7%	22.4%	19.7%
净利润(百万元)	423	580	702	940
同比增长(%)	104.6%	37.3%	21.0%	33.9%
毛利率(%)	34.3%	35.9%	35.4%	37.6%
净利润率(%)	18.7%	19.8%	19.6%	21.9%
净资产收益率(%)	25.1%	20.6%	21.0%	23.1%
每股收益(元)	0.89	1.22	1.48	1.98
每股经营现金流(元)	0.09	0.16	0.92	1.67

相关报告

《獐子岛(002069)中报点评:资源+渠道优势》2010-8-11

《獐子岛(002069)调研简报:扇贝规模瓶颈突破》2009-11-10

《獐子岛一季报点评:增收不增利》2009-4-22

投资要点

事件:

2010年,公司实现收入22.59亿元(+49.4%),归属母公司净利4.23亿元(+104.6%),EPS为0.93元(最新股本计算为0.89元),ROE为28.1%,每股经营性现金流为0.09元,分配预案为拟以资本公积转增股本,每10股转5股,每10股派发现金红利5.00元。

点评:

- **海域资源优势。**2010年公司总确权海域达到285万亩,接近“确权300万亩,滚动开发100万亩/年,虾夷扇贝捕捞12万吨/年”的远期规划。
- **虾夷扇贝捕捞增加推动业绩增长。**2010年公司捕捞虾夷扇贝接近35万亩,产量接近5万吨,约占全国虾夷扇贝产量的15-20%,收入9.1亿元(+64%),毛利5.6亿元(+100%),收入及毛利占比分别为40.1%、72.8%,预计2011-2013年公司捕捞虾夷扇贝50、65、80万亩。
- **维持推荐:**预计2011-2013年归属母公司净利为5.9、7.1、9.5亿元, EPS为1.23、1.50、2.01元(考虑此次增发摊薄),鉴于公司拥有丰富的海域资源和业绩快速增长预期,维持公司推荐评级。
- **风险提示:**后续开发进度低于预期风险;日本地震、海啸、核电站泄漏一系列灾害事故对于我国水产养殖暂无影响,但后续仍存在不确定性。

分析师 王斌
021-38565928
wangbin@xyzq.com.cn
SAC:s0190200010016

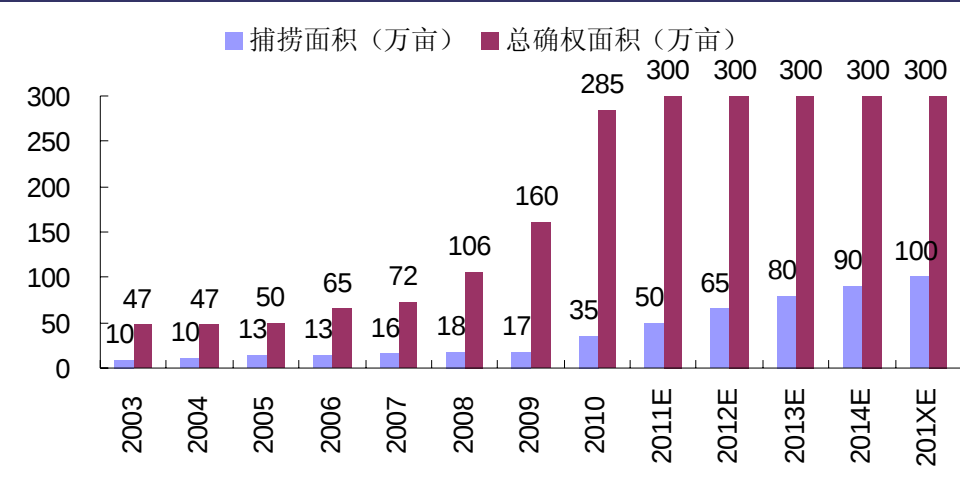
联系人: 赵钦
021-38565914
zhaoq@xyzq.com.cn

简介：公司公布 2010 年年报，2010 年，公司实现收入 22.59 亿元（+49.4%），综合毛利率 34.3%，相比 2009 年增加 6.3 个百分点，归属母公司净利润 4.23 亿元（+104.6%），EPS 为 0.93 元（2011 年 3 月增发后股本计算为 0.89 元），ROE 为 28.1%，每股经营性现金流为 0.09 元。分配预案为：拟以资本公积转增股本，每 10 股转 5 股，每 10 股派发现金红利 5.00 元。

1、丰富海域资源是公司主要优势

2010 年公司在长海县海域新增确权面积 120 万亩，总的确权面积达到 285 万亩，逐步接近“确权海域面积 300 万亩，每年滚动开发捕捞 100 万亩，虾夷扇贝捕捞量 12 万吨/年”的远期规划。

图 1：公司捕捞面积预测（万亩）

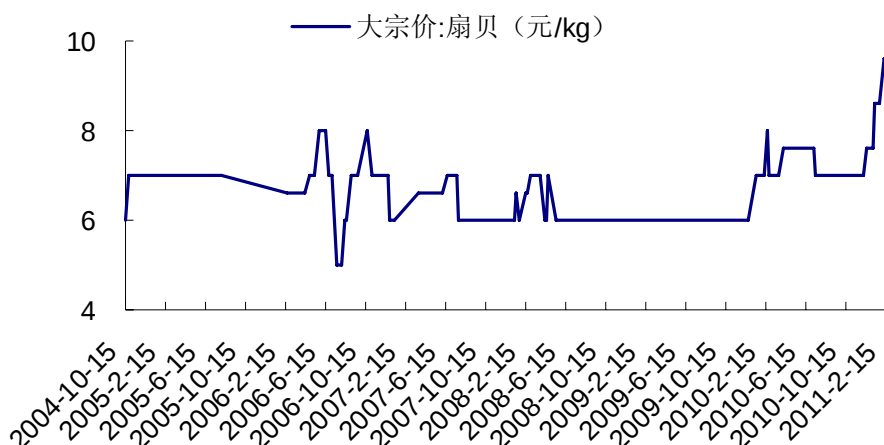


数据来源：兴业证券研究所整理

2、虾夷扇贝仍是公司主要利润来源

前期浮筏扇贝死亡为公司底播扇贝提供机遇。浮筏养殖扇贝由于种质退化、水质恶化、养殖密度过高等原因，2006-2009 年连续大规模死亡，使得扇贝价格在 2010 年开始明显回升，我们判断 2011 年扇贝价格仍将居于相对高位。

图 2: 威海水产品批发市场扇贝大宗价 (元/kg)



数据来源: Wind、兴业证券研究所整理

2010 年公司捕捞虾夷扇贝接近 35 万亩, 产量接近 5 万吨, 约占全国虾夷扇贝产量的 15-20%, 收入 9.1 亿元 (+63.5%), 毛利 5.6 亿元 (+100.3%), 毛利率 62.3%, 相比 2009 年增加 11.5 个百分点, 收入及毛利占比分别为 40.1%、72.8%。预计随着 2011-2013 年虾夷扇贝捕捞面积增加, 其在公司收入及毛利占比将呈上升趋势。

表 1: 虾夷扇贝业绩预测

虾夷扇贝	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
捕捞面积 (万亩)	15.60	18.00	17.00	35.00	50.00	65.00	80.00
亩产 (kg/亩)	80.00	80.00	140.00	130.00	120.00	120.00	120.00
捕捞量 (万吨)	1.25	1.44	2.38	4.55	6.00	7.80	9.60
鲜销							
鲜销占比 (%)	65.00%	70.00%	65.00%	60.00%	65.00%	65.00%	65.00%
鲜销量 (万吨)	0.81	1.01	1.55	2.73	3.90	5.07	6.24
售价 (元/kg)	29.00	24.00	21.00	21.00	24.00	25.00	26.00
收入 (百万元)	235.25	241.92	324.87	573.30	936.00	1,267.50	1,622.40
毛利率 (%)	60.00%	45.00%	60.00%	70.00%	65.00%	60.00%	60.00%
加工							
自产量 (万吨)	0.44	0.43	0.83	1.82	2.10	2.73	3.36
收购量 (万吨)	0.40	0.50	0.50	0.30	0.50	0.50	0.50
售价 (元/kg)	15.80	19.67	17.18	15.60	18.00	19.00	20.00
收入 (百万元)	132.19	183.33	229.04	330.72	468.00	613.70	772.00
毛利率 (%)	30.34%	26.85%	37.80%	49.00%	45.00%	40.00%	40.00%
合计							
收入 (百万元)	367.44	425.25	553.91	905.41	1,404.00	1,881.20	2,394.40
YOY(%)	—	15.73%	30.26%	63.46%	55.07%	33.99%	27.28%
成本 (百万元)	186.18	267.16	272.41	341.65	585.00	875.22	1,112.16
毛利 (百万元)	181.26	158.09	281.50	563.76	819.00	1,005.98	1,282.24
毛利率 (%)	49.33%	37.18%	50.82%	62.27%	58.33%	53.48%	53.55%
收入占比 (%)	57.28%	42.23%	36.62%	40.08%	47.92%	52.46%	55.78%
毛利占比 (%)	69.74%	52.02%	66.45%	72.77%	77.93%	79.31%	79.51%

数据来源: 兴业证券研究所整理

注: 虾夷扇贝销售存在鲜销和加工差别, 相关销量为大致拆分值

3、增发成功实施为后续开发提供资金保障

2011 年 3 月，公司增发 2167 万股（发行后总股本 4.74 亿股），募集资金净额 7.8 亿元，用于“新增年滚动 25 万亩虾夷扇贝底播增殖项目（投资 5.2 亿元，滚动开发 75 万亩水域，每年轮捕 25 万亩，2012 年底进入收获期）”和“獐子岛贝类加工中心项目（投资 2.8 亿元，新建贝类加工车间 17 万平方米）”，增发项目成功实施缓解了公司短期资金压力。

表 2：公司近期增发项目

项目	投资总额（万元）	建设投资（万元）	流动资金（万元）
新增年滚动 25 万亩虾夷扇贝底播增殖项目	51,980	29,980	22,000
獐子岛贝类加工中心	28,000	26,800	1,200
合计	79,980	56,780	23,200

数据来源：公司公告、兴业证券研究所整理

参考以上增发项目中投资规模：滚动开发 75 万亩水域，每年轮捕 25 万亩，投资 5.2 亿元，其中建设投资 3.0 亿元，流动资金 2.2 亿元，则公司后续海域开发仍面临较大的资金需求。

4、海域持续开发推动业绩增长

公司销售渠道在国内水产养殖行业中居于领先地位，销售网络的壮大有助于公司养殖、加工业务的扩张。2010 年，公司内销、出口收入占比分别为 60.4%、39.6%。国销方面，公司在国内拥有活鲜品、冻品、即食品等渠道经销终端 1,000 余个，产品已进入国内 120 个大中城市；出口方面，公司在美、加、欧洲、日本等都拥有销售网点。

海域持续开发，虾夷扇贝养殖、捕捞增加是推动公司业绩持续增长的主要动力，各业务主要假设：

- 1、养殖业务：2011-2013 年虾夷扇贝捕捞面积 50、65、80 万亩，对应亩产 120、120、120kg/亩（参见表 1）；海参、鲍鱼、海胆等养殖品种稳定增长；
- 2、加工业务：公司养殖产品 65%用于鲜销，35%用于加工；收购加工业务 2011-2013 年年收入增速为 15%，毛利率为 8%；
- 3、水产品贸易及其它：2011-2013 年年收入增速为 10%，毛利率为 7%；

表 3: 公司分业务预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
虾貽扇贝						
收入(百万元)	425.25	553.91	905.41	1,404.00	1,881.20	2,394.40
YOY(%)	15.73%	30.26%	63.46%	55.07%	33.99%	27.28%
毛利率(%)	37.18%	50.82%	62.27%	58.33%	53.48%	53.55%
海参						
收入(百万元)	108.00	171.86	207.61	250.00	290.00	330.00
YOY(%)	60.02%	59.13%	20.80%	20.42%	16.00%	13.79%
毛利率(%)	77.71%	50.74%	55.43%	55.00%	55.00%	55.00%
鲍鱼						
收入(百万元)	114.55	166.99	236.60	260.00	280.00	300.00
YOY(%)	72.05%	45.78%	41.69%	9.89%	7.69%	7.14%
毛利率(%)	22.22%	21.07%	9.84%	15.00%	15.00%	15.00%
其他(海胆、海螺等)						
收入(百万元)	38.05	12.40	61.10	67.21	73.93	81.32
YOY(%)	14.13%	-67.41%	392.74%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	11.17%	31.29%	24.17%	20.00%	20.00%	20.00%
小计						
收入(百万元)	685.85	905.16	1,410.72	1,981.21	2,525.13	3,105.72
YOY(%)	28.23%	31.98%	55.85%	40.44%	27.45%	22.99%
毛利率(%)	39.62%	45.05%	50.82%	50.93%	48.40%	49.10%
其中: 水产养殖						
收入(百万元)	514.39	623.93	955.41	1,287.79	1,641.34	2,018.72
占比(%)	75.00%	68.93%	67.72%	65.00%	65.00%	65.00%
毛利率(%)	47.29%	54.13%	59.93%	60.00%	60.00%	60.00%
其中: 用于加工						
收入(百万元)	171.46	281.23	455.31	693.42	883.80	1,087.00
毛利率(%)	16.62%	24.90%	31.69%	34.07%	26.87%	28.87%
水产品收购加工						
收入(百万元)	238.44	315.53	304.63	350.32	402.87	463.30
YOY(%)	228.11%	32.33%	-3.45%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率(%)	10.31%	0.03%	7.17%	8.00%	8.00%	8.00%
水产品加工合计						
收入(百万元)	409.90	596.76	759.94	1,043.75	1,286.67	1,550.31
YOY(%)	79.99%	45.59%	27.34%	37.35%	23.27%	5.00%
毛利率(%)	12.95%	11.75%	21.86%	25.32%	20.96%	22.63%
收入占比(%)	40.71%	39.45%	33.64%	35.63%	35.88%	36.12%
毛利占比(%)	17.46%	16.55%	21.44%	25.15%	21.26%	21.75%
水产品贸易及其它						
收入(百万元)	82.70	291.85	543.70	598.07	657.88	723.66
YOY(%)	143.24%	252.90%	86.29%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	9.17%	5.41%	6.63%	7.00%	7.00%	7.00%
收入占比(%)	8.21%	19.30%	24.07%	20.41%	18.35%	16.86%
毛利占比(%)	2.49%	3.72%	4.65%	3.98%	3.63%	3.14%
合计						
收入(百万元)	1,006.99	1,512.54	2,259.05	2,929.60	3,585.88	4,292.69
YOY(%)	56.97%	50.20%	49.35%	29.68%	22.40%	19.71%
毛利(百万元)	303.88	423.65	774.74	1,050.89	1,268.40	1,612.73
毛利率(%)	30.18%	28.01%	34.29%	35.87%	35.37%	37.57%

数据来源: 兴业证券研究所整理

期间费用假设: 参考历史经营, 2011-2013 年, 销售费用率为 6.50%、6.50%、6.50%; 销售费用为 1.50、1.75、2.00 亿元; 财务费用参考负债计算得为 0.36、0.38、0.38 亿元; 所得税税率为 12.50%、12.50%、12.50%。

表 4: 公司盈利预测结果

	2010	2011E	2012E	2013E
收入 (百万元)	2,259	2,930	3,586	4,293
YOY(%)	49.35%	29.68%	22.40%	19.71%
毛利率 (%)	34.29%	35.87%	35.37%	37.57%
销售费用率 (%)	6.49%	6.50%	6.50%	6.50%
管理费用 (百万元)	127	150	175	200
财务费用 (百万元)	47	36	38	38
所得税率 (%)	12.67%	12.50%	12.50%	12.50%
归属母公司净利 (百万元)	423	585	713	952
EPS (元)	0.89	1.23	1.50	2.01
PE (倍)	45	33	27	20

数据来源: 兴业证券研究所整理

参考以上假设, 预计 2011-2013 年, 公司实现收入 29.30、35.86、42.93 亿元 (2013 年收入基本在 2010 年基础上翻番), 归属母公司净利为 5.85、7.13、9.52 亿元, 对应 EPS 为 1.23、1.50、2.01 元 (考虑 2011 年 3 月增发摊薄), 对应 PE 为 33、27、20 倍, 鉴于公司拥有丰富的海域资源和业绩快速增长预期, 维持公司推荐评级。

风险提示:

- 1、海域资源快速开发是公司业绩增长的主要动力, 存在后续开发进度低于预期的风险;
- 2、此次日本地震、海啸、核电站泄漏一系列灾害事故对于我国沿海水产养殖暂无影响, 但后续是否存在环境污染仍然存在不确定性, 大众对于海产品消费心理是否受到影响仍然存在不确定性。

表 5、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009	2010	YOY	说明
营业收入	403	389	779	688	-11.8%	1513	2259	49.4%	捕捞面积增加
营业成本	234	230	554	466	-15.9%	1089	1484	36.3%	同上
毛利	169	159	225	221	-1.7%	424	775	82.9%	养殖业务毛利率上升
销售费用	23	27	39	58	49.2%	98	147	49.2%	与收入增加同步
管理费用	26	27	27	47	73.5%	98	127	30.3%	规模效益体现，管理费用率下降
财务费用	11	16	18	1	-94.3%	21	47	127.2%	养殖面积增加，负债增加
资产减值	0	2	-0	1		5	3	-29.6%	
公允价值	0	0	0	0		0	0		
投资收益	0	1	0	22		2	23	1201.2%	处置长期股权投资收益
营业利润	108	87	139	135	-3.3%	201	470	133.5%	收入增加，毛利率上升，综合费用下降
利润总额	108	85	139	152	9.3%	227	484	113.0%	同上
净利润	95	75	120	133	11.3%	207	423	104.6%	同上
EPS	0.209	0.166	0.265	0.295	11.3%	0.913	0.934	2.3%	2010 年实施 10 转 10，股本增加
销售费用率	5.7%	7.0%	5.0%	8.4%	3.4%	6.5%	6.5%	0.0%	
管理费用率	6.4%	6.9%	3.5%	6.9%	3.4%	6.5%	5.6%	-0.8%	
财务费用率	2.8%	4.2%	2.4%	0.2%	-2.2%	1.4%	2.1%	0.7%	
所得税率	13.1%	12.1%	13.4%	12.0%	-1.4%	13.7%	12.7%	-1.0%	
毛利率	41.9%	41.0%	28.9%	32.2%	3.3%	28.0%	34.3%	6.3%	
净利润率	23.5%	19.3%	15.4%	19.4%	4.0%	13.7%	18.7%	5.1%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2424	2670	3175	3601
货币资金	477	500	500	500
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	122	161	197	236
其他应收款	5	6	8	9
存货	1716	1879	2317	2680
非流动资产	881	1361	1622	1766
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	24	24	24	24
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	567	823	1057	1168
在建工程	5	28	39	44
油气资产	0	0	0	0
无形资产	247	462	507	552
资产总计	3304	4031	4797	5367
流动负债	1173	767	1005	846
短期借款	357	441	651	441
应付票据	0	0	0	0
应付账款	159	201	248	286
其他	657	125	106	118
非流动负债	441	441	441	441
长期借款	441	441	441	441
其他	0	0	0	0
负债合计	1613	1208	1446	1286
股本	452	474	474	474
资本公积	346	1101	1101	1101
未分配利润	731	1027	1485	2120
少数股东权益	5	5	5	5
股东权益合计	1691	2823	3351	4080
负债及权益合计	3304	4031	4797	5367

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	423	580	702	940
折旧和摊销	91	97	130	158
资产减值准备	-9	-0	0	0
无形资产摊销	32	25	25	25
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	47	41	51	51
投资损失	-23	0	0	0
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	-22	635	458	356
经营活动产生现金流量	43	77	435	791
投资活动产生现金流量	-310	-583	-420	-320
融资活动产生现金流量	501	528	-15	-471
现金净变动	233	23	0	0
现金的期初余额	245	477	500	500
现金的期末余额	535	500	500	500

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2259	2930	3586	4293
营业成本	1484	1879	2317	2680
营业税金及附加	3	6	7	9
销售费用	147	190	233	279
管理费用	127	150	175	200
财务费用	47	41	51	51
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	23	0	0	0
营业利润	470	663	802	1074
营业外收入	21	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	484	663	802	1074
所得税	61	83	100	134
净利润	422	580	702	940
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	423	580	702	940
EPS (元)	0.89	1.22	1.48	1.98

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	49.4%	29.7%	22.4%	19.7%
营业利润增长率	133.5	41.2%	21.0%	33.9%
净利润增长率	104.6	37.3%	21.0%	33.9%
盈利能力(%)				
毛利率	34.3%	35.9%	35.4%	37.6%
净利率	18.7%	19.8%	19.6%	21.9%
ROE	25.1%	20.6%	21.0%	23.1%

偿债能力(%)

资产负债率	48.8%	30.0%	30.1%	24.0%
流动比率	2.07	3.48	3.16	4.26
速动比率	0.60	1.03	0.85	1.09

营运能力(次)

资产周转率	0.68	0.73	0.75	0.80
应收帐款周转率	22.28	20.70	20.01	19.81

每股资料(元)

每股收益	0.89	1.22	1.48	1.98
每股经营现金	0.09	0.16	0.92	1.67
每股净资产	3.56	5.94	7.06	8.60

估值比率(倍)

PE	45.07	32.84	27.14	20.27
PB	11.30	6.76	5.70	4.68

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。