

2011-04-10

农林牧渔

东方海洋 002086-SZ

聚焦海参、三文鱼和胶原蛋白，中长期看好

◇ 事件：公司公布年报

◆ 年报业绩略低于预期：

东方海洋 2010 年实现营业收入 6.24 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 0.74 亿元，同比分别增长 32% 和 33%，实现 EPS 0.30 元，略低于我们（0.33 元）预期；其中第四季度营业收入、归属于上市公司股东的净利润分别为 2.12 亿元和 0.31 亿元，同比分别增长 49% 和 35%，实现 EPS 0.13 元。

◆ 海参量价齐升推动营业收入和净利润增长：

2010 年是东方海洋主营业务逐步完成转型的重要一年，随着公司募投项目逐步建成投产，公司业务由原来主要依赖“两头在外”的进来料加工为主，逐步转型为水产品加工与高档海珍品养殖并举，成为一家大型海洋渔业企业。

海参业务量价齐升推动公司主营收入与利润同比增长。报告期内公司海参业务收入 1.19 亿元，同比增长 67%；海参毛利率为 69%，同比增加 1%。

◆ 东方海洋的 3 个关键词海参、三文鱼和胶原蛋白：

我们认为东方海洋未来将围绕 3 个核心业务：海参、三文鱼和胶原蛋白做大做强。对于海参我们强调底播的在未来会享有溢价，品质决定；胶原蛋白业务公司以专卖店形式有条不紊的推进；三文鱼存量的 20 万尾苗种已经顺利从淡水育苗车间移至海水养殖车间，标志公司基本养殖成功。

其他业务大菱鲆规模基本维持现状；海带这块，在技术和竞争力上公司具有绝对话语权；水产品加工，公司正在加大国内市场开发力度，目前市场定价偏低，我们认为有上调空间。

◆ 盈利预测与评级：

短期由于日本核泄漏影响海水养殖，但我们认为影响主要是在心理层面。我们把农业公司基本定位于两种：守业型公司和创业型公司，其中后者我们认为应该享有高估值。

东方海洋从加工到海参养殖到胶原蛋白再到三文鱼，无不体现了公司一直致力于创业，公司一直处于蓬勃发展阶段。

我们预测东方海洋 11—13 年 EPS 为 0.56 元、0.76 元和 0.99 元，未来三年净利润复合增长率 49%，维持买入评级，给予目标价 22.8-26.6 元，对应 2012 年 30-35 倍 PE。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	474	624	750	892	1,045
营业收入增长率	-15.46%	31.76%	20.20%	18.99%	17.12%
净利润（百万元）	55	73	137	186	241
净利润增长率	20.54%	32.65%	86.24%	36.26%	29.44%
EPS（元）	0.23	0.30	0.56	0.76	0.99
ROE（归属母公司） （摊薄）	5.09%	6.32%	10.54%	12.73%	14.39%
P/E	68	51	27	20	16
P/B	3	3	3	3	2

维持

买入

当前价格	15.34 元
目标价格	26.6 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕

（执业证书编号：S0930511010001）

联系人

刘晓波

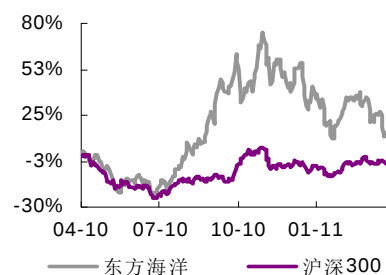
021-2216 9177

liuxb@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	244
总市值(百万元)	3,741
流通比例(%)	96.49%
12 个月最高/最低(元)	23.30/9.70
近 3 月日均成交量(百万股)	6.01
主要股东	山东东方海洋集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-12.76	-19.85	14.98
绝对收益	-12.33	-13.96	14.22

相关报告：

农业中的消费品公司

..... 2010-09-17

景气超预期，干海参全面提价

..... 2010-09-06

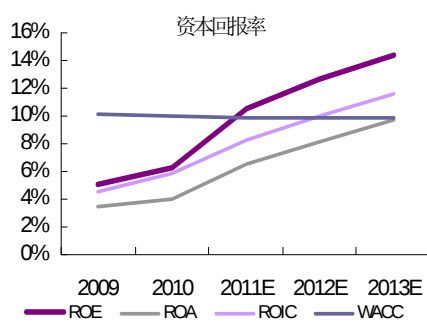
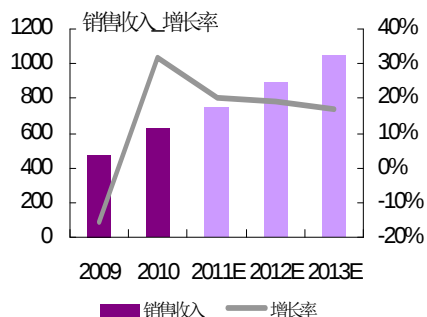
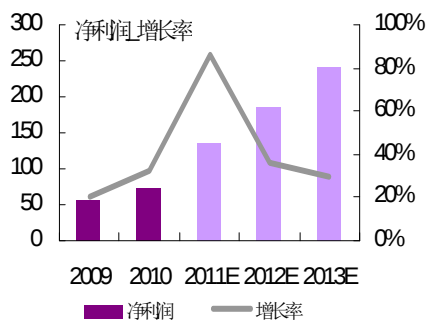
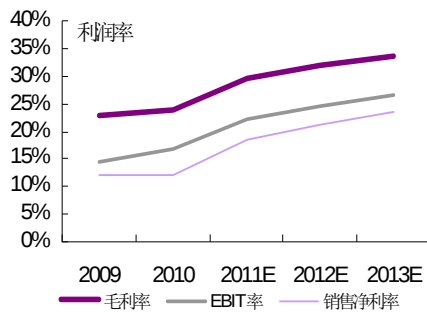
华丽转型，海参第一梯队

..... 2010-08-19

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	474	624	750	892	1,045
营业成本	366	476	528	609	695
折旧和摊销	25	-79	4	7	9
营业税费	2	2	2	3	3
销售费用	9	16	16	20	23
管理费用	32	26	34	40	47
财务费用	19	35	33	38	38
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	50	70	132	183	239
利润总额	57	76	139	189	245
少数股东损益	1	2	2	3	4
归属母公司净利润	55.30	73.36	136.63	186.17	240.98

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,632	1,886	2,105	2,317	2,505
流动资产	632	747	919	1,088	1,255
货币资金	180	203	262	312	366
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	64	107	101	120	140
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	16	4	17	36	42
存货	324	415	491	566	646
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	599	1,051	1,110	1,155	1,179
无形资产	47	46	44	42	40
总负债	520	700	780	824	795
无息负债	110	125	111	120	126
有息负债	411	575	669	704	669
股东权益	1,111	1,186	1,325	1,493	1,710
股本	244	244	244	244	244
公积金	709	717	738	766	803
未分配利润	133	199	315	452	628
少数股东权益	25	26	28	31	35

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	96	23	49	123	184
净利润	55	73	137	186	241
折旧摊销	25	-79	4	7	9
净营运资金增加	-37	142	171	160	161
其他	52	-113	-262	-230	-226
投资活动产生现金流	-306	-166	-50	-50	-30
净资本支出	-51	-50	50	50	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-255	-115	-100	-100	-60
融资活动现金流	-70	168	61	-23	-101
股本变化	122	0	0	0	0
债务净变化	-45	164	94	35	-35
无息负债变化	35	15	-14	9	6
净现金流	-281	24	60	50	53

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-15.46%	31.76%	20.20%	18.99%	17.12%
净利润增长率	20.54%	32.65%	86.24%	36.26%	29.44%
EBITDA 增长率	3.30%	-73.15%	566.38%	34.28%	25.59%
EBIT 增长率	-3.36%	51.36%	57.82%	33.33%	25.33%
估值指标					
PE	68	51	27	20	16
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	44	173	26	20	16
EV/EBIT	61	42	27	20	16
EV/NOPLAT	61	42	27	20	16
EV/Sales	9	7	6	5	4
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	22.71%	23.78%	29.59%	31.78%	33.50%
EBITDA 率	19.95%	4.07%	22.54%	25.44%	27.28%
EBIT 率	14.61%	16.78%	22.03%	24.69%	26.42%
税前净利润率	11.98%	12.20%	18.49%	21.20%	23.44%
税后净利润率 (归属母公司)	11.68%	11.76%	18.22%	20.86%	23.06%
ROA	3.48%	3.99%	6.59%	8.16%	9.78%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.09%	6.32%	10.54%	12.73%	14.39%
经营性 ROIC	4.59%	5.82%	8.29%	10.03%	11.61%
偿债能力					
流动比率	1.39	1.18	1.29	1.44	1.73
速动比率	67.47%	52.53%	60.20%	69.13%	83.81%
归属母公司权益/有息债务	2.64	2.02	1.94	2.08	2.50
有形资产/有息债务	3.78	3.14	3.03	3.19	3.64
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.23	0.30	0.56	0.76	0.99
每股红利	0.00	0.00	0.09	0.12	0.15
每股经营现金流	0.39	0.09	0.20	0.51	0.76
每股自由现金流(FCFF)	0.66	0.12	-0.19	0.07	0.39
每股净资产	4.45	4.76	5.32	6.00	6.87
每股销售收入	1.94	2.56	3.08	3.66	4.29

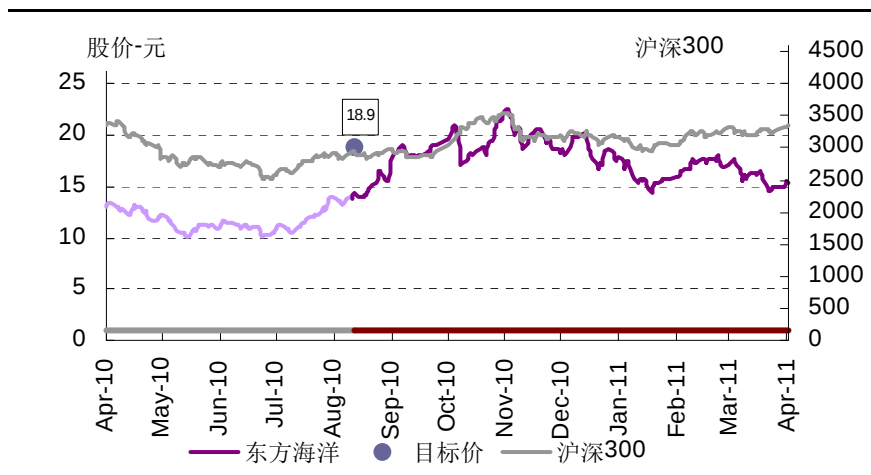
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

东方海洋（002086）



日期	股价	目标	评级
2010-08-19	13.74	18.90	买入
2010-08-26	14.10	18.90	买入
2010-09-06	16.04	18.90	买入
2010-09-17	17.98	18.90	买入
2011-01-23	17.98	18.90	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。