

公司报告

不惧“假”危机，紧抓真机遇

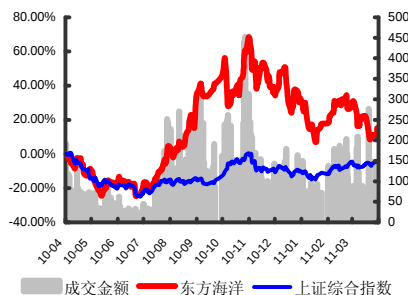
水产养殖

2011年4月9日

评级：强烈推荐（维持）

合理价格：22.26-24.38元

52周走势：



报告作者：

国联证券研究所食品饮料小组

组长：周纪庚

执业证书编号：S0590210100011

联系人：

杨天明

电话：0510-82832380

Email: yangtm@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——东方海洋（002086）2010年报点评

事件：公司发布2010年年报，报告期内公司实现营业收入62389.07万元，同比增长31.76%；营业利润7008.38万元，同比增长39.72%；归属于公司股东的净利润7336.07万元，同比增长32.65%，符合此前预期。

点评：

- **海参业务量价齐升，未来仍乐观。**2010年，随着增发项目逐步达产及海参价格上扬等因素影响，公司海参业务收入及利润大增，全年海参收入1.19亿元，毛利率达68.94%（我们此前预估为68.95%）。近期虽有日本核危机等利空消息，但考虑到核泄露强度及污染物流向等因素（具体分析见此前报告），我们坚定认为公司底播海参质量不会受到影响，在消费升级的大环境下，未来海参业务保持量升价稳的态势较为确定。

- **水产品加工业务将受益于日本此次危机。**2010年，由于外部经济环境逐步改善，公司水产品业务也有所提升，特别是进料加工业务毛利率提升2.4个百分点。未来一年，由于日本地震及海啸极大的打击了日本东海岸的海水养殖及捕捞设施，加之核辐射引发人们对日本海产品食用是否安全的担忧，这将在全球层面上形成一定的供给缺口。考虑到中国水产品出口大国的地位及公司出口产品质量的可靠性，2011年公司水产品加工业务将迎来发展良机。

- **新业务：走在正确的道路上，未来空间极大。**

三文鱼项目：国内养殖先行者（价格优势）；渠道基础（名贵鱼销售网络）；持续性（育种技术已攻克）。**胶原蛋白项目：**品质优（深海鱼皮、酶法、除味、小分子）；营销网络铺设（11年目标加盟商达300家）；定位准确（美容养生）。几大优势奠定两大新业务发展空间巨大。

维持“强烈推荐”评级，合理价格22.26-24.38元。预测2011-2013年，公司EPS分别为0.53、0.75、1.14元。考虑到核危机对短期消费者信心的影响，我们将公司2011年市盈率微调至42-46倍，合理价格为22.26-24.38元。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万						更新日期: 11-04-09	
利润表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入		473.51	623.89	829.23	1,030.36	1,298.06	现金		180.12	202.66	220.00	220.00	220.00
YOY(%)		-15.5%	31.8%	32.9%	24.3%	26.0%	交易性金融资产		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本		365.96	475.51	595.12	718.71	865.42	应收款项净额		79.39	111.39	148.05	183.96	231.76
营业税金及附加		1.57	1.82	2.49	3.09	3.89	存货		324.31	415.16	469.62	579.65	712.93
销售费用		8.79	16.39	24.88	30.91	38.94	其他流动资产		47.86	17.47	23.22	28.85	36.35
占营业收入比(%)		1.9%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%	流动资产总额		631.68	746.68	860.89	1,012.46	1,201.04
管理费用		30.77	25.21	41.46	51.52	64.90	固定资产净值		595.35	1,050.65	1,126.80	1,180.00	1,208.39
占营业收入比(%)		6.5%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%	减: 资产减值准备		3.78	0.76	0.82	0.85	0.87
EBIT		65.39	103.93	163.43	224.28	323.05	固定资产净额		599.13	1,051.41	1,127.62	1,180.86	1,209.27
财务费用		19.01	34.61	35.29	40.13	41.55	工程物资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)		4.0%	5.5%	4.3%	3.9%	3.2%	在建工程		322.90	10.02	23.62	50.18	42.36
资产减值损失		3.78	0.76	0.00	0.00	0.00	固定资产清理		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额		922.03	1,061.43	1,151.24	1,231.04	1,251.62
营业利润		50.16	70.08	128.14	184.16	281.50	无形资产		47.32	46.29	44.44	42.59	40.74
营业外净收入		6.56	6.03	6.00	6.00	6.00	长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额		56.73	76.11	134.14	190.16	287.50	其他长期资产		30.83	31.45	31.45	31.45	31.45
所得税		0.00	0.89	1.34	1.90	2.87	资产总额		1,631.86	1,885.85	2,088.02	2,317.54	2,524.84
所得税率(%)		0.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	循环贷款		365.77	493.20	581.02	647.89	626.27
净利润		56.73	75.22	132.80	188.25	284.62	应付款项		37.71	23.74	26.85	33.15	40.77
占营业收入比(%)		12.0%	12.1%	16.0%	18.3%	21.9%	预提费用		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益		(1.42)	(1.86)	(3.28)	(4.65)	(7.03)	其他流动负债		52.08	114.22	133.86	165.36	203.98
归属母公司净利润		55.30	73.36	129.52	183.61	277.60	流动负债		455.56	631.16	741.74	846.40	871.02
YOY(%)		20.5%	32.7%	76.6%	41.8%	51.2%	长期借款		45.00	36.90	36.90	36.90	36.90
EPS (元)		0.23	0.30	0.53	0.75	1.14	应付债券		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
							其他长期负债		19.90	31.81	43.72	55.63	67.54
主要财务比率		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额		520.46	699.87	822.36	938.93	975.46
成长能力							少数股东权益		25.29	25.87	27.84	30.63	34.84
营业收入		-15.5%	31.8%	32.9%	24.3%	26.0%	股东权益		1,086.10	1,160.12	1,237.83	1,348.00	1,514.56
营业利润		12.4%	39.7%	82.9%	43.7%	52.9%	负债和股东权益		1,631.85	1,885.86	2,088.03	2,317.55	2,524.85
净利润		20.5%	32.7%	76.6%	41.8%	51.2%							
获利能力							现金流量表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)		22.7%	23.8%	28.2%	30.2%	33.3%	税后利润		55.30	73.36	129.52	183.61	277.60
净利率(%)		12.0%	12.1%	16.0%	18.3%	21.9%	加: 少数股东损益		0.56	1.17	1.97	2.79	4.22
ROE(%)		5.1%	6.3%	10.5%	13.6%	18.3%	公允价值变动		-3.78	-0.76	0.00	0.00	0.00
ROA(%)		3.4%	3.9%	6.2%	7.9%	11.0%	折旧和摊销		25.44	47.51	112.09	122.09	131.29
偿债能力							营运资金的变动		-2.29	-29.98	-62.25	-101.92	-130.44
流动比率		1.39	1.18	1.16	1.20	1.38	经营活动现金流		75.23	91.30	181.33	206.57	282.66
速动比率		0.67	0.53	0.53	0.51	0.56	短期投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%		31.9%	37.1%	39.4%	40.5%	38.6%	长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力							固定资产投资		0.00	-189.66	-200.00	-200.00	-150.00
总资产周转率		29.0%	33.1%	39.7%	44.5%	51.4%	投资活动现金流		0.00	-189.66	-200.00	-200.00	-150.00
应收账款周转天数		61.20	65.17	65.17	65.17	65.17	股权融资		-0.27	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数		344.99	351.71	351.71	351.71	351.71	长期贷款的增加/		15.00	-8.10	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)							公司债券发行/ (		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益		0.23	0.30	0.53	0.75	1.14	股利分配		-33.39	-27.10	-51.81	-73.44	-111.04
每股净资产		4.45	4.76	5.08	5.53	6.21	计入循环贷款前副		-18.66	-35.20	-51.81	-73.44	-111.04
估值比率							循环贷款的增加/		-319.48	191.30	87.82	66.87	-21.62
P/E		67.6	51.0	28.9	20.4	13.5	融资活动现金流		-356.53	120.90	36.01	-6.57	-132.66
P/B		3.4	3.2	3.0	2.8	2.5	现金净变动额		-281.30	22.54	17.34	0.00	0.00

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。