

公司报告

外销占比较多、营销力度加大

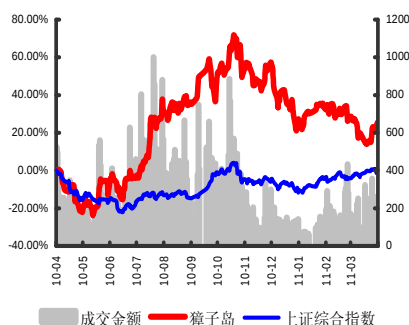
水产养殖

2011年4月20日

评级：推荐（首次）

合理价格：43.4-49.6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。

——獐子岛（002069）2011年一季度报点评

事件：獐子岛（002069）发布一季报，一季度营业收入5.8亿元，同比增长44.07%；净利润为1.1亿元，同比上涨17.29%；实现基本每股收益0.23元。

点评：

● **公司营销力度加大。**公司营业收入一季度上涨44%，而营业收入上涨59.4%，最主要原因是一季度公司毛利率较低的外销产品占比较多所致。销售费用大幅上涨73.6%，显示公司继续实行扩大营销规模，加大市场投入力度的策略。未来一年，公司将继续品牌宣传和开拓，拉动销量增长。

● **虾夷扇贝：超预期可能性较大。**公司扇贝业务具有两大优势。**资源为王：**2010年公司新确权海域面积120余万亩，现拥有生态海洋牧场285万亩；**渠道为王：**拥有国内加盟商达500余家，消费终端1000多个，公司产品已进入全国120个大中城市，并拥有美国等5家海外公司。预计公司11年、12年三龄扇贝可收获面积为51.14万亩、65万亩。并且不排除：一旦国外需求增多（核危机影响），公司通过加大浮筏扇贝收购力度（紧急状态下可采补二龄贝）进行加工出口。

● **后续发展：“先鲍鱼后海参”。**未来几年公司将把重心放于鲍鱼业务上，通过兼并、确权等形式将鲍鱼培养成“10亿俱乐部”第二名成员，但考虑到鲍鱼较长的生长周期，近两年大幅增长可能性不大。而海参则因为确权海域的匮乏等原因放于鲍鱼之后，但考虑到公司未来一个目标一五年内做到国内销售额第一位，故有理由相信一旦公司鲍鱼业务发展尚可时，公司将加大力度发展海参业务。

给予“推荐”评级，合理价格40.6-46.4元。根据预测，2011-2013年，未摊薄前公司EPS分别为1.24、1.59、2.11元。综合考虑公司行业地位及未来发展，给予11年35-40倍市盈率，合理股价43.4-49.6元，给予“推荐”评级。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11-04-20				
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,512.54	2,259.05	2,882.95	3,534.87	5,041.96	现金	244.55	477.10	500.00	500.00	500.00
YOY(%)	50.2%	49.4%	27.6%	22.6%	42.6%	交易性金融资产	6.43	2.53	2.53	2.53	2.53
营业成本	1,088.89	1,484.31	1,879.65	2,267.42	3,321.88	应收款项净额	81.14	127.34	162.51	199.26	284.21
营业税金及附加	2.69	3.33	4.25	5.21	7.43	存货	1,172.97	1,715.59	2,180.93	2,629.44	3,885.76
销售费用	98.24	146.54	187.39	229.77	327.73	其他流动资产	165.60	101.31	129.29	158.53	226.11
占营业收入比(%)	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	流动资产总额	1,670.69	2,423.87	2,975.25	3,489.75	4,898.61
管理费用	96.56	111.30	144.15	176.74	252.10	固定资产净值	500.77	570.64	852.66	963.23	1,035.90
占营业收入比(%)	6.4%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	减: 资产减值准备	(4.77)	(3.35)	(5.01)	(5.65)	(6.08)
EBIT	224.91	497.44	657.62	845.83	1,122.93	固定资产净额	496.00	567.29	847.66	957.58	1,029.82
财务费用	20.70	47.03	53.31	61.23	68.62	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	1.4%	2.1%	1.8%	1.7%	1.4%	在建工程	10.40	5.29	56.51	64.16	49.80
资产减值损失	(4.77)	(3.35)	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	1.74	22.65	20.00	20.00	20.00	固定资产总额	506.40	572.58	904.17	1,021.74	1,079.62
营业利润	201.20	469.71	624.31	804.60	1,074.32	无形资产	47.58	247.30	237.41	227.52	217.62
营业外净收入	25.84	13.96	15.00	15.00	15.00	长期股权投资	26.01	24.11	22.21	20.31	18.41
利润总额	227.04	483.68	639.31	819.60	1,089.32	其他长期资产	32.56	36.55	36.55	36.55	36.55
所得税	31.14	61.28	79.91	102.45	136.16	资产总额	2,283.24	3,304.41	4,175.59	4,795.86	6,250.82
所得税率(%)	13.7%	12.7%	12.5%	12.5%	12.5%	循环贷款	562.43	357.03	669.89	643.71	935.56
净利润	195.90	422.40	559.40	717.15	953.15	应付款项	119.40	158.67	201.71	243.19	359.38
占营业收入比(%)	13.0%	18.7%	19.4%	20.3%	18.9%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	10.69	0.36	0.48	0.61	0.81	其他流动负债	180.99	656.91	836.55	1,011.24	1,486.26
归属母公司净利润	206.59	422.75	559.87	717.76	953.96	流动负债	862.82	1,172.61	1,708.15	1,898.13	2,781.20
YOY(%)	65.0%	104.6%	32.4%	28.2%	32.9%	长期借款	36.98	440.80	440.80	440.80	440.80
EPS (元)	0.91	0.93	1.24	1.59	2.11	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	899.80	1,613.41	2,148.95	2,338.93	3,222.00
成长能力						少数股东权益	5.97	5.47	5.18	4.82	4.33
营业收入	50.2%	49.4%	27.6%	22.6%	42.6%	股东权益	1,377.47	1,685.54	2,021.46	2,452.12	3,024.50
营业利润	46.5%	133.5%	32.9%	28.9%	33.5%	负债和股东权益	2,283.24	3,304.42	4,175.60	4,795.87	6,250.83
净利润	65.0%	104.6%	32.4%	28.2%	32.9%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	28.0%	34.3%	34.8%	35.9%	34.1%	税后利润	206.59	422.75	559.87	717.76	953.96
净利率(%)	13.0%	18.7%	19.4%	20.3%	18.9%	加: 少数股东损益	-5.08	-0.22	-0.29	-0.37	-0.49
ROE(%)	15.0%	25.1%	27.7%	29.3%	31.5%	公允价值变动	4.77	3.35	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	9.0%	12.8%	13.4%	15.0%	15.3%	折旧和摊销	54.00	74.34	76.64	91.68	101.58
偿债能力						营运资金的变动	-145.31	-14.75	-304.15	-297.68	-817.22
流动比率	1.94	2.07	1.74	1.84	1.76	经营活动现金流	114.97	485.47	332.09	511.39	237.84
速动比率	0.58	0.60	0.47	0.45	0.36	短期投资	6.24	3.90	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	39.4%	48.8%	51.5%	48.8%	51.5%	长期股权投资	1.69	1.90	1.90	1.90	1.90
营运能力						固定资产投资	0.00	-119.62	-400.00	-200.00	-150.00
总资产周转率	66.2%	68.4%	69.0%	73.7%	80.7%	投资活动现金流	7.93	-113.82	-398.10	-198.10	-148.10
应收账款周转天数	19.58	20.57	20.57	20.57	20.57	股权融资	-0.17	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	412.13	438.07	438.07	438.07	438.07	长期贷款的增加/	-61.18	403.82	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	0.91	0.93	1.24	1.59	2.11	股利分配	-108.37	-166.70	-223.95	-287.11	-381.59
每股净资产	6.09	3.73	4.47	5.43	6.69	计入循环贷款前融	-169.72	237.12	-223.95	-287.11	-381.59
估值比率						循环贷款的增加/	352.18	-613.34	312.86	-26.18	291.85
P/E	41.6	40.7	30.7	23.9	18.0	融资活动现金流	12.91	-139.10	88.91	-313.29	-89.74
P/B	6.2	10.2	8.5	7.0	5.7	现金净变动额	135.81	232.55	22.90	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。