

公司报告

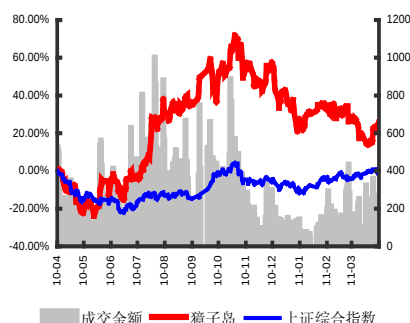
水产养殖

2011年5月10日

评级：推荐（维持）

合理价格：28.44-31.6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。

收购鲟鱼业务只是“试音”

——獐子岛（002069）对外投资公告点评

事件：獐子岛（002069）与云南阿穆尔鲟鱼养殖有限公司股东石振宇、张金茹就收购其所持公司股权及公司增资事宜签订《股权转让及增资协议书》。石振宇将其持有的4.76%的出资额转让给公司，同时公司以与股权转让相同的价格向标的公司增资8,000万元。

点评：

- **新业务发展前景光明。**鲟鱼称为水中“活化石”，营养丰富，肉味鲜美，尤其是鲟鱼籽酱被誉为“黑色珍珠”，国际市场每公斤售价最高达5,000欧元。国内养殖主要品种限于西伯利亚鲟及其杂交品，专业生产鲟鱼子酱的企业较少。而公司主要从事鲟鱼繁育、生态养殖及鱼子酱加工和销售，且大量成鱼已进入怀卵收获期，未来发展值得期待。

- **转变策略，维持优势。**公司虾夷扇贝底播总面积已接近300万亩，未来扩张空间已然不大，此后一段时期内公司将转变业绩增长策略：

一、完善营销网络，提高虾夷扇贝产品附加值；

二、公司通过并购等方式力促鲍鱼、海参业务成为“10亿俱乐部”的成员；

三、新产品开发，扩大养殖品种。

- **只是开始，远未结束。**之前调研得到的信息是：一方面11年公司计划通过并购将鲍鱼产量和收入提升至2000吨、3.5亿元，且未来两年保持1000吨左右的增长（可通过精细管理装备升级缓解人力需求压力）；另一方面公司积极和国外企业接洽，寻求养殖新品种（如和日本企业合作生产牡蛎），此次收购只是试音，四重奏将随之而来。

维持“推荐”评级，合理价格40.6-46.4元。根据预测，2011-2013年，摊薄后公司EPS分别为0.79、1.00、1.32元。综合考虑公司行业地位及未来发展，11年市盈率可给36-40倍，合理股价28.44-31.60元，维持“推荐”评级。

一、新业务发展前景光明

新业务及标的公司简介:

鲟鱼是起源最早的现存脊椎动物类群,被称为水中“活化石”。是淡水鱼类中个体最大,寿命最长的鱼类。其营养丰富,肉味鲜美,尤其是鲟鱼籽酱被誉为“黑色珍珠”,国际市场每公斤售价最高达 5,000 欧元。2006 年,联合国已全面禁止了野生鲟鱼子酱的进出口贸易,鲟鱼生产转向人工养殖为主,且由于国外对鲟鱼养殖准入和水资源利用几近苛刻的程度导致国外养殖产量没有质的飞跃,最终结果是国际市场鱼子酱缺口超过 900 吨。

而从国内市场来看,我国鲟鱼养殖企业主要以 1 公斤左右的商品鲟鱼为主,主要品种限于西伯利亚鲟及其杂交种,产品以鲜活为主,专业生产鲟鱼子酱的企业较少。

标的公司鲟鱼业务始于 2000 年,是目前国内最大的鲟鱼养殖企业之一,鲟鱼成鱼数量位居国内第一。设有三个全资子公司,一个分公司,已拥有分布于北京、河北、重庆、云南等 10 处天然泉水生态养殖基地,总养殖面积超过 300 亩,育有欧洲鳇、达氏鳇、史氏鲟、俄罗斯鲟、西伯利亚鲟等优质鲟鱼品种,存量超过 20 余万尾,大量成鱼已进入怀卵收获期。

业务估算:

鲟鱼养殖至少需要 8-10 年才能进行鱼子酱的生产,且 4-5 岁以前看不出雄雌。4-5 岁之后,雄鱼作为商品鱼销售,雌鱼继续养殖。一条成年鲟鱼可达 300 公斤,可产鱼子酱 25 公斤左右,每公斤鱼子酱可达 1 万元左右,毛利率可达 90% 以上。另外每年公司还可以通过鱼苗的销售获得收益。

但考虑到鲟鱼养殖周期较长等因素,11 年标的公司业绩增长不明显,乐观估计的话,12 年标的公司可获利润 5000 万元,13 年达 1 亿元左右。

风险提示:

标的公司在经营过程中面临养殖、市场、技术等风险。

二、转变策略,维持优势

虾夷扇贝业务:至少还有三年快速增长期

2010 年公司在长海县主要海珍品适养海域新增确权海域面积 120 余万亩,至年底公司生态海洋牧场建设规模扩大到 285 万亩,07-10 年三年公司底播虾夷扇贝投苗面积增长很快,考虑到公司于 07 年确定的以三龄扇贝收获的策略,公司 11 年、12 年、13 年可收获面积大概为 51.14 万亩、65 万亩、120 万亩。

公司还将加强营销渠道建设。截止 10 年底，公司共拥有美国、加拿大、欧洲、香港、台湾 5 家海外公司。国内加盟商已达 500 余家，产品进入 30 个省、自治区、直辖市。遍布 60 多个重点城市，掌握鲜活品底播虾夷扇贝 80% 的市场份额。公司与沃尔玛等商超密切合作，推动国内市场网络建设步伐。目前公司在国内拥有鲜活品、冻品、即食品等渠道销售终端 1000 多个，公司产品已进入全国 120 个大中城市。

另外，此次日本核危机给獐子岛带来一定的发展机遇。欧洲从 97 年开始的双壳贝进入限令有望在今明两年内得到解除，一旦限令解除，庞大的欧洲市场需求将使公司虾夷扇贝业绩大增成为可能。

海参、鲍鱼业务：鲍鱼为先，海参为后。

公司海参、鲍鱼业务是 10 亿元团体的“待入者”。但在现今阶段公司发展重心主要放在鲍鱼业务的扩展上。未来几年，公司主要通过并购等方式使鲍鱼成为公司第二个营业收入达到 10 亿元的产品。

去年公司鲍鱼产量在 1200-1300 吨左右，今年公司计划将产量提升至 2000 吨，营业收入达 3.5 亿元，往后两年每年增长 1000 吨，争取 5 年内使鲍鱼业务进入“10 亿俱乐部”。(公司进行精细管理装备升级：虾夷扇贝 300 万亩才需 1000 多人，而鲍鱼 1200 吨左右就需要 1000-2000 人，公司将通过装备升级来减少对人力的依赖，将多余的人力分配到新的鲍鱼养殖中去)。

但同时我们需要看到的是公司海参业务有一个目标—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。

新产品开发：开始提速

公司在巩固原有业务的同时，还积极开拓新产品，例如日本企业合作生产牡蛎。公司收购云南阿穆尔鲟鱼养殖 20% 股权只是开始，未来公司计划增加投资，扩大养殖品种。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11-05-09				
利润表						资产负债表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,512.54	2,259.05	2,989.95	3,767.57	5,397.93	现金	244.55	477.10	500.00	500.00	500.00
YOY(%)	50.2%	49.4%	32.4%	26.0%	43.3%	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	1,970.60	2,473.12	3,644.11	应收款项净额	81.14	127.34	168.54	212.37	304.28
营业税金及附加	2.69	3.33	4.41	5.55	7.96	存货	1,172.97	1,715.59	2,290.27	2,876.73	4,273.13
销售费用	98.24	146.54	194.35	244.89	350.87	其他流动资产	165.60	101.31	134.09	168.96	242.08
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	3,095.43	3,760.59	5,322.02
管理费用	96.56	111.30	149.50	188.38	269.90	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	661.21	845.73	1,115.21	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	55.22	67.59	80.25	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%	1.8%	1.5%	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	625.98	798.14	1,054.96	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	640.98	813.14	1,069.96	其他长期资产	32.56	36.55	36.55	36.55	36.55
所得税	31.14	61.28	80.12	101.64	133.74	资产总额	2,283.24	3,304.41	4,295.77	5,066.71	6,674.22
所得税率(%)	13.7%	12.7%	12.5%	12.5%	12.5%	循环贷款	562.43	357.03	738.82	803.56	1,194.21
净利润	195.90	422.40	560.86	711.50	936.21	应付款项	119.40	158.67	211.82	266.06	395.21
占营业收入比(%)	13.0%	18.7%	18.8%	18.9%	17.3%	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	0.80	其他流动负债	180.99	656.91	876.82	1,101.88	1,627.86
归属母公司净利润	206.59	422.75	561.34	712.10	937.01	流动负债	862.82	1,172.61	1,827.45	2,171.49	3,217.28
YOY(%)	65.0%	104.6%	32.8%	26.9%	31.6%	长期借款	36.98	440.80	440.80	440.80	440.80
EPS (元)	0.29	0.59	0.79	1.00	1.32	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						负债总额					
						少数股东权益	5.97	5.47	5.18	4.82	4.34
成长能力						股东权益	1,377.47	1,685.54	2,022.34	2,449.60	3,011.81
营业收入	50.2%	49.4%	32.4%	26.0%	43.3%	负债和股东权益	2,283.24	3,304.42	4,295.78	5,066.72	6,674.23
营业利润	46.5%	133.5%	33.3%	27.5%	32.2%						
净利润	65.0%	104.6%	32.8%	26.9%	31.6%						
获利能力						现金流量表					
毛利率(%)	28.0%	34.3%	34.1%	34.4%	32.5%	税后利润	206.59	422.75	561.34	712.10	937.01
净利率(%)	13.0%	18.7%	18.8%	18.9%	17.3%	加: 少数股东损益	-5.08	-0.22	-0.29	-0.36	-0.48
ROE(%)	15.0%	25.1%	27.8%	29.1%	31.1%	公允价值变动	4.77	3.35	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	9.0%	12.8%	13.1%	14.1%	14.0%	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	-373.95	-385.22	-905.87
流动比率	1.94	2.07	1.69	1.73	1.65	经营活动现金流	114.97	485.47	263.75	418.20	132.25
速动比率	0.58	0.60	0.44	0.41	0.33	短期投资	6.24	3.90	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	39.4%	48.8%	52.8%	51.6%	54.8%	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%	69.6%	74.4%	80.9%	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	0.29	0.59	0.79	1.00	1.32	股利分配	-108.37	-166.70	-224.54	-284.84	-374.80
每股净资产	1.94	2.37	2.84	3.44	4.24	计入循环贷款前副	-169.72	237.12	-224.54	-284.84	-374.80
估值比率						循环贷款的增加/ (	352.18	-613.34	381.79	64.74	390.66
P/E	87.7	42.9	32.3	25.5	19.3	融资活动现金流	12.91	-139.10	157.25	-220.10	15.85
P/B	13.2	10.8	9.0	7.4	6.0	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

免责声明:

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。