

东方海洋 (002086)

推荐 (维持)

海参持续放量, 三文鱼是新增长点

市场数据

报告日期	2011-7-29
收盘价(元)	16.51
总股本(百万股)	243.85
流通股本(百万股)	235.28
总市值(百万元)	4025.96
流通市值(百万元)	3884.52
净资产(百万元)	1191.98
总资产(百万元)	2146.23
每股净资产	4.89

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	624	745	894	1049
同比增长(%)	31.8%	19.5%	19.9%	17.4%
净利润(百万元)	73	109	153	216
同比增长(%)	32.6%	48.5%	40.1%	41.7%
毛利率(%)	23.8%	27.1%	29.2%	32.0%
净利率(%)	11.8%	14.6%	17.1%	20.6%
净资产收益率(%)	6.3%	8.6%	11.0%	13.9%
每股收益(元)	0.30	0.45	0.63	0.89
每股经营现金流(元)	0.09	0.59	0.64	0.93

相关报告

《东方海洋 (002086): 2010-2013 年海参逐步放量》
2010-7-28
《东方海洋 (002086): 海参放量支撑业绩快速增长》
2010-5-24
《年报点评: 加工业务发展良好》2009-4-9

投资要点: 海参放量和三文鱼年底上市将推动公司业绩快速增长, 维持推荐

事件:

2011 年中报: 收入 3.29 亿元, 同比+34.0%, 归属母公司净利 3262 万元, 同比+31.3%, 对应 EPS 为 0.13 元, 其中 1 季度 EPS 为 0.02 元。

点评:

- **海参放量支撑业绩增长。**公司 4.14 万亩海参养殖海域理论满产为 1656 吨/年(轮捕), 预计将在 2013 年末达到满产状态。2010 年销售海参 564 吨, 收入及毛利占比为 19%、55%, 预计公司 2011-2013 年海参销售 800、1100、1500 吨, 海参放量将支撑公司业绩快速增长。
- **三文鱼业务将成为新的业绩增长点。**公司规划做大三文鱼养殖业务, 预计第一批三文鱼上市将在 2011 年底-2012 年初, 预计三文鱼业务 2011-2013 年 EPS 贡献为 0.01、0.06、0.12 元。
- **维持推荐:**不考虑三文鱼业务盈利贡献时, 预公司 2011-2013 年 EPS 为 0.45、0.63、0.89 元, 海参放量将支撑业绩快速增长, 三文鱼业务一旦成功将成为新的业绩增长点, 维持推荐评级(考虑三文鱼业务, 预计 2011-2013 年 EPS 为 0.45、0.69、1.01 元)。
- **风险提示:**食品安全风险; 自然灾害影响; 三文鱼业务存在不确定性; 水产品加工受全球宏观经济影响较大。

分析师 赵钦

021-38565914

zhaoqin@xyzq.com.cn

SAC:S0190511030001

目 录

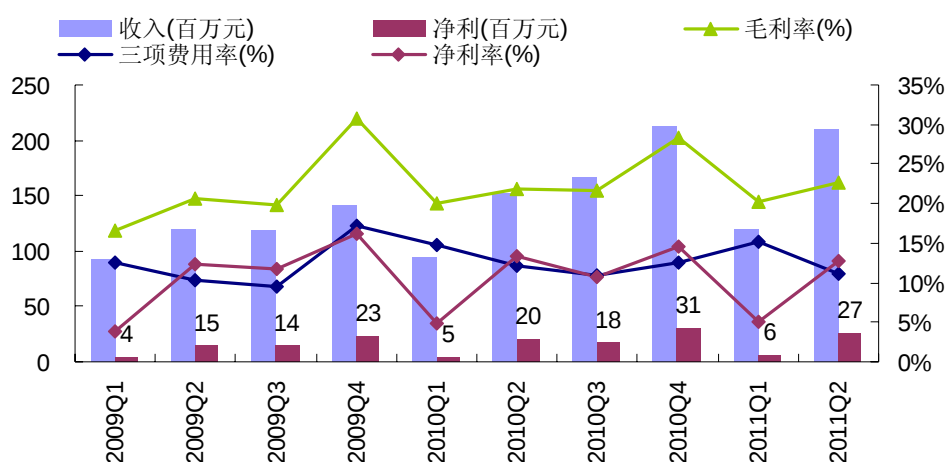
一、业务简介：海参养殖贡献主要毛利	- 3 -
二、海参养殖：海参放量支撑业绩快速增长	- 4 -
三、水产品加工：毛利率回升	- 5 -
四、三文鱼业务：业绩新增长点	- 6 -
五、推荐：业绩快速增长	- 7 -
图 1：公司业务具有明显淡旺季（百万元，%）	- 3 -
图 2：公司收入及毛利率构成（百万元,%）	- 4 -
图 3：公司负债及费用率（百万元,%）	- 4 -
图 4：海参销量及盈利占比（吨,元/kg,%）	- 5 -
图 5：威海水产品批发市场海参批发价（元/kg）	- 5 -
图 6：水产品冷冻加工行业盈利（亿元，%）	- 6 -
图 7：公司水产品加工业务盈利（亿元，%）	- 6 -
表 1：公司主要产品产能、销量及趋势判断	- 3 -
表 2：三文鱼业务业绩估算	- 7 -
表 3：分业务预测	- 8 -
表 4：费用假设及盈利预测结果	- 8 -
表 5、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）	- 10 -
附表	- 11 -

公司发布 2011 年中报: 2011 年 1-6 月, 实现收入 3.29 亿元, 同比增长 34.0%; 毛利率 21.8%, 同比增加 0.6 个百分点; 归属母公司净利 3262 万元, 同比增长 31.3%; EPS 为 0.13 元, 其中 2011 年 1 季度 EPS 为 0.02 元 (销售淡季); ROE 为 2.8%, 资产负债率为 43.3%。

一、业务简介: 海参养殖贡献主要毛利

水产养殖行业有明显的淡旺季。以东方海洋为例, 一季度是捕捞淡季, 二季度的 4-5 月份是海参第一次捕捞季节, 三季度基本和二季度持平, 四季度的 10-11 月份进入海参捕捞、消费的旺季, 四季度贡献全年净利的 40%。

图 1: 公司业务具有明显淡旺季 (百万元, %)



数据来源: 公司公告、兴业证券研究所整理

海参养殖和水产品加工是公司主业, 而三文鱼养殖业务将成为新的业绩增长点, 目前各业务产能及发展趋势如下:

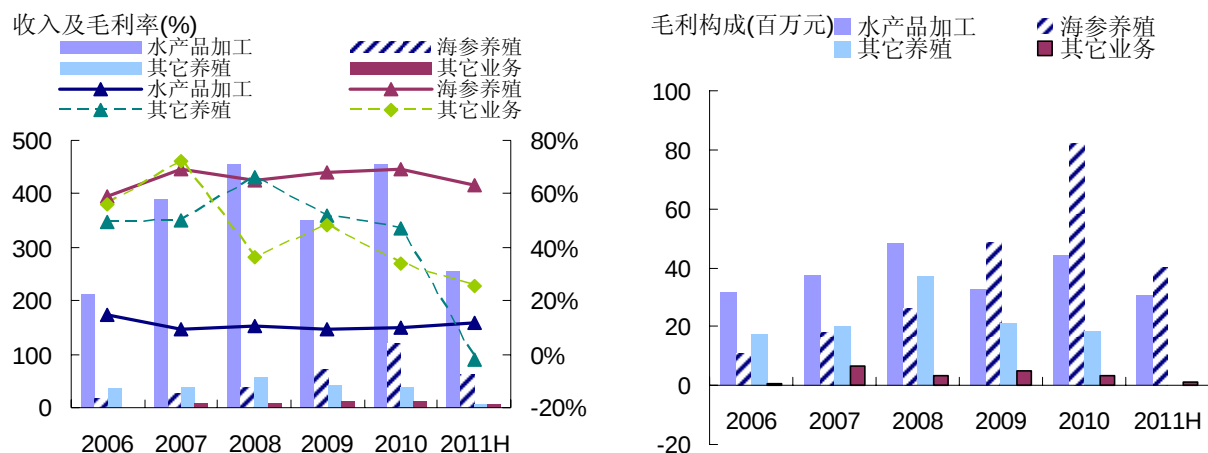
表 1: 公司主要产品产能、销量及趋势判断

产品	产能	2010 年销量	趋势判断
海参养殖面积 (万亩)	4.14	564 (吨)	产能迅速释放
海带苗 (亿株)	11	11 (亿株)	维持稳定
大菱鲆 (吨)	500	621 (吨)	维持稳定
水产品加工 (吨)	58,000	17,651 (吨)	稳定增长
胶原蛋白 (吨)	100	21 (吨)	仍处于市场培育期
三文鱼	7,276 m ² 车间	—	2010 年新增业务, 预计 2011 年底产品上市

数据来源: 公司公告、兴业证券研究所整理

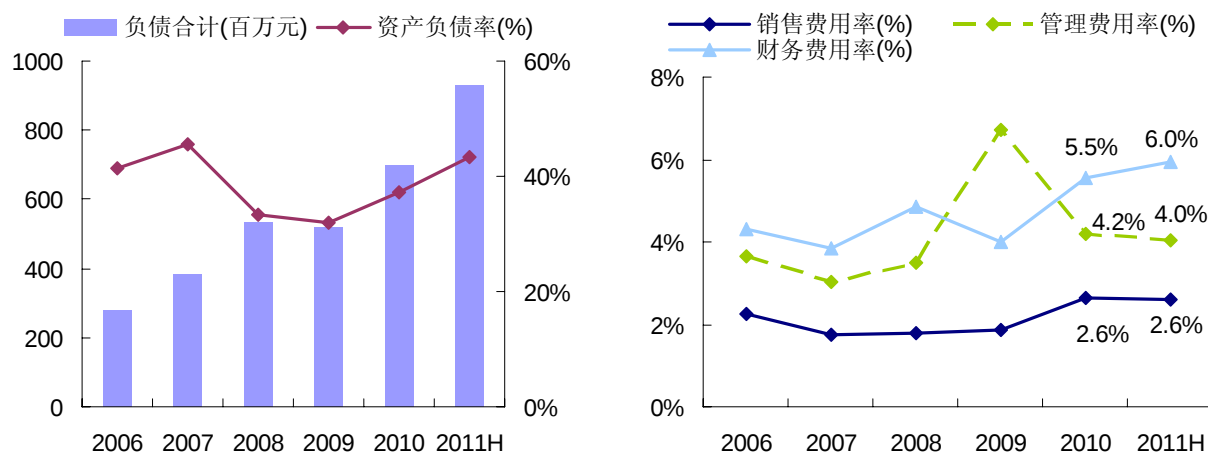
海参是主要毛利来源。从 2009 年后海参业务即成为公司毛利的主要来源, 2010 年和 2011 年 1-6 月, 海参养殖业务毛利贡献占比在 55% 左右。

图 2: 公司收入及毛利率构成 (百万元, %)



2011 年 1-6 月, 公司三项费用率为 12.5%, 基本与 2009、2010 年持平 (分别为 12.6%、12.4%)。其中销售费用率与 2010 年持平; 管理费用率由 2009 年高点后持续回落; 由于养殖业务扩张, 公司资金需求量增加, 2010 年至今公司资产负债率上升, 财务费用上升。

图 3: 公司负债及费用率 (百万元, %)



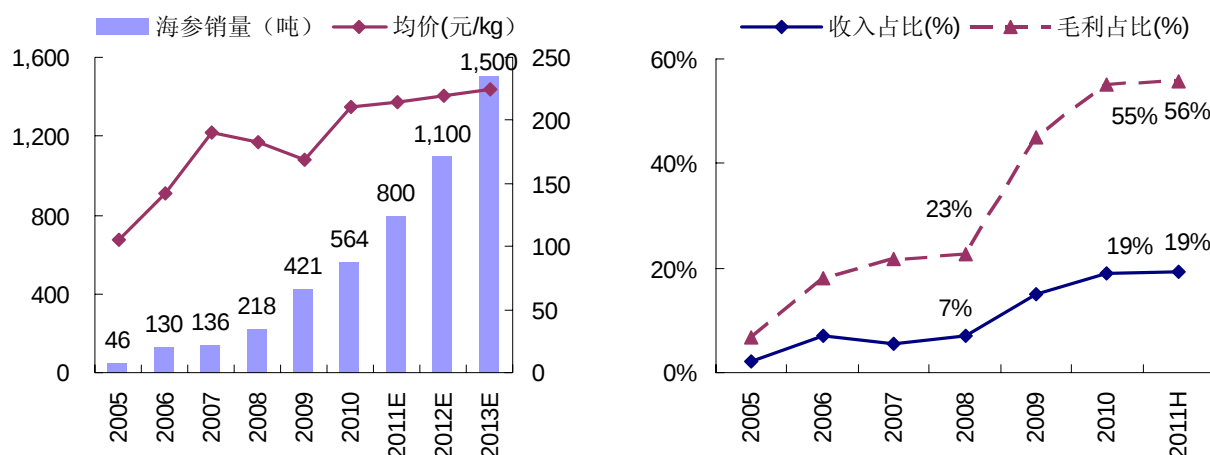
二、海参养殖: 海参放量支撑业绩快速增长

从 2008 年至今, 海参放量带动公司海参业务收入及毛利占比迅速提升。公司目前海参养殖面积 4.14 万亩, 按照养殖周期三年, 亩产 120kg 海参 (养殖周期内完全捕捞) 估算, 理论上满产时产能为 1656 吨/年 (轮捕, 考虑海域不能百分百利用, 实际值将略小于理论值), 参考公司海参投苗情况, 我们判断公司将在 2013 年末达到满产状态。

2010 年公司销售海参 (鲜货) 564 吨, 实现收入 1.19 亿元, 毛利率 68.9%, 收入

及毛利占比为 19%、55%。预计公司 2011-2013 年海参销售 800、1100、1500 吨，海参，海参放量将支撑公司业绩快速增长。

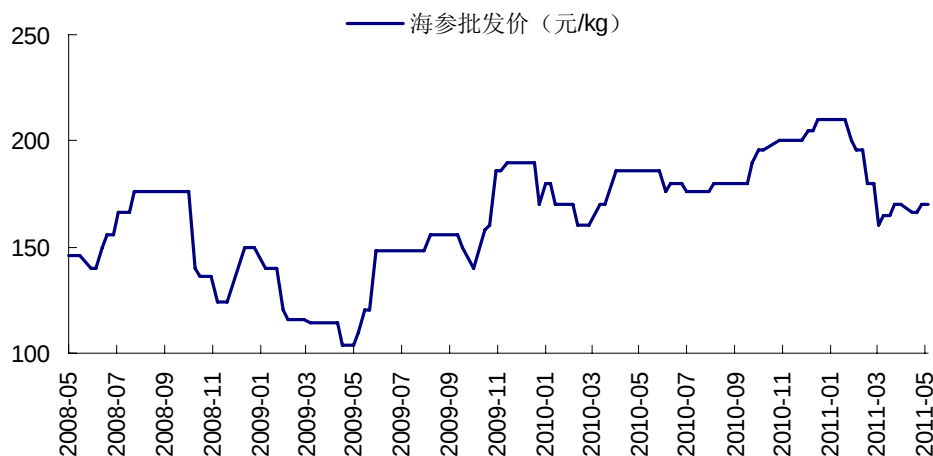
图 4：海参销量及盈利占比（吨，元/kg，%）



数据来源：公司公告、兴业证券研究所整理

我们对海参价格维持乐观。目前处于海参消费淡季，12 月到来年 2 月是海参消费旺季（冬季进补、春节消费旺季）。近期，威海水产品批发市场海参批发价为 176 元/kg，基本与 2010 年同期持平（4-5 月海参第一次捕捞期间，生产企业报价在 80-85 元/斤左右，基本与 2010 年同期持平），预计在进入四季度后随着消费增加海参价格将明显回升。

图 5：威海水产品批发市场海参批发价（元/kg）

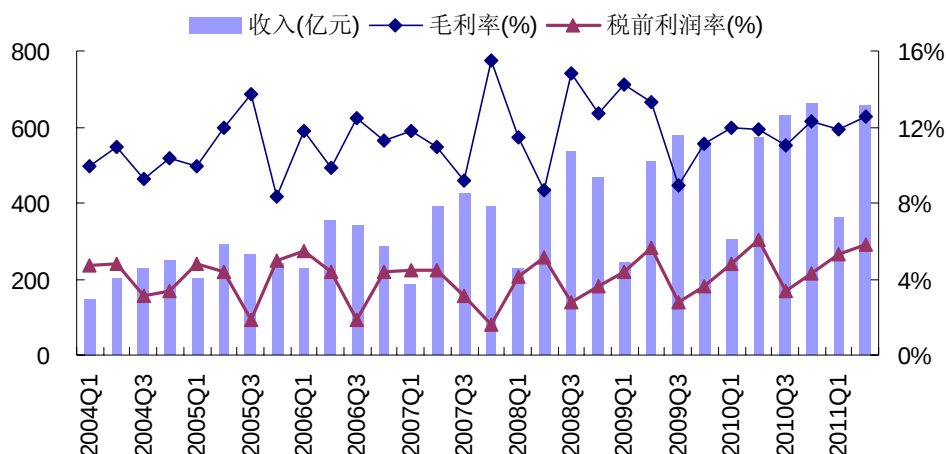


数据来源：威海水产品批发市场、WIND、兴业证券研究所整理

三、水产品加工：毛利率回升

水产品冷冻加工也具有明显的季节性，1 季度是淡季，2、3、4 季度是旺季。2010 年 1-11 月，我国水产品冷冻加工行业累计实现收入 2167 亿元，对应毛利率为 11.8%，税前利润率为 4.6%。

图 6: 水产品冷冻加工行业盈利 (亿元, %)

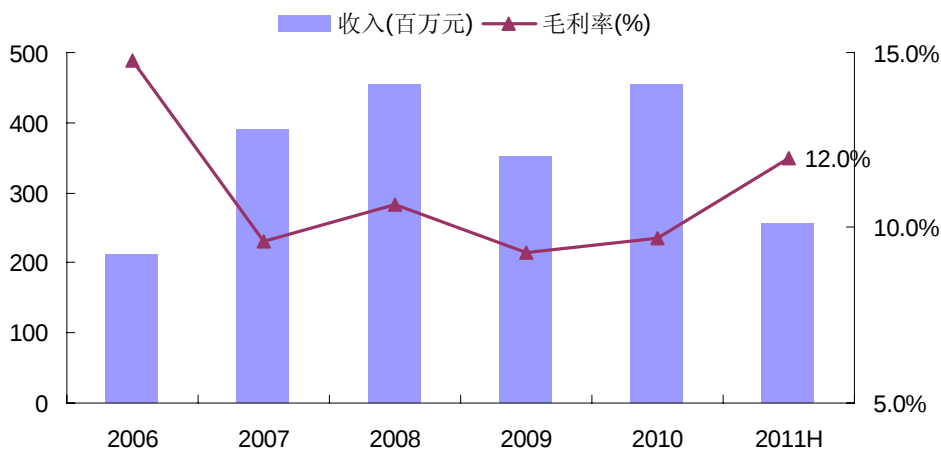


数据来源: 国家统计局、WIND、兴业证券研究所整理

注: 2007 年前公布各月值, 2007 年后只公布 2、5、8、11 月累计值, 图中 2007 年后 Q1、Q2、Q3、Q4 值为 1-2、3-5、6-8、9-11 月值

水产加工业务盈利回升。受金融危机影响, 2009 年公司水产品加工业务收入下降 23.0%, 毛利率下降 1.4 个百分点。经过 2010 年产品结构调整后收入和毛利率开始回升, 2011 年 1-6 月实现收入 2.6 亿元, 同比增加 38.4%, 毛利率为 12.0%, 相对 2010 年同期上升 4.0 个百分点。

图 7: 公司水产品加工业务盈利 (亿元, %)



数据来源: 公司公告、兴业证券研究所整理

四、三文鱼业务: 业绩新增长点

公司规划做大三文鱼养殖业务, 根据 2010 年年报披露“2010 年 4 月, 公司从挪威引进了一批鱼卵和苗种繁育设备, 并抓紧施工建设、投入生产, 目前存量 20 万尾苗种已经顺利从淡水育苗车间移至海水养殖车间”。从在建工程一项中也可以看出, 三文鱼车间项目预算 6000 万元, 截止 2011 年中报, 工程投入占预算比例为 14.5%。

预计公司第一批三文鱼上市将在 2011 年底-2012 年初（规格 1.5-2.0kg/尾），由于国内没有大规模三文鱼养殖业务作参考（2010 年报“目前国内还没有大规模商业化进行工厂化循环水养殖的先例”），且国内三文鱼销售价格受大小规格影响差异较大，对于公司三文鱼业务业绩预测较为困难。

对于公司三文鱼业务总体判断为：2011 年底开始上市；后续养殖规模和捕捞量持续增加；前期毛利率较低，后期随着规模增加、成活率提高、重量上升、饲料成本降低，毛利率将上升；前期市场开拓费用率较高，后期下降。

表 2：三文鱼业务业绩估算

三文鱼养殖	2010	2011E	2012E	2013E
当期新增养殖量（万尾）	20	30	60	100
捕捞量（万尾）		10	40	60
单重（kg/尾）		1.5	1.8	2.0
捕捞量（吨）		150	720	1,200
单价（元/kg）		50	60	60
收入（百万元）		7.50	43.20	72.00
成本（百万元）		4.50	21.60	32.40
毛利（百万元）		3.00	21.60	39.60
毛利率（%）		40%	50%	55%
费用率（%）		20%	15%	15%
净利率（%）		20%	35%	40%
净利润（百万元）		1.50	15.12	28.80
EPS（元）		0.01	0.06	0.12

数据来源：兴业证券研究所整理

五、推荐：业绩快速增长

对公司各业务总体趋势判断：海参放量支撑业绩增长；加工业务毛利率从低谷回升；三文鱼养殖业务进展顺利，将成为新的业绩增长点；海带苗养殖、大菱鲆养殖总体维持稳定，对整体收入、毛利影响较小；胶原蛋白业务仍需要较长培育期。

表 3: 分业务预测

水产品进料加工	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入(百万元)	307.04	368.69	423.99	487.59	536.35
YOY(%)	-21.63%	20.08%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率(%)	4.63%	7.02%	8.00%	8.00%	8.00%
水产品来料加工					
收入(百万元)	28.52	85.97	98.87	113.70	125.06
YOY(%)	-16.29%	201.44%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率(%)	50.07%	21.12%	30.00%	30.00%	30.00%
海参(鲜货)					
单价(元/公斤)	169	211	215	220	225
数量(吨)	421.45	564.38	800.00	1100.00	1500.00
收入(百万元)	71.35	118.82	172.00	242.00	337.50
毛利率(%)	67.97%	68.94%	67.44%	68.18%	68.89%
单位成本(元/公斤)	54.23	65.39	70.00	70.00	70.00
大菱鲆(鲜货)					
单价(元/公斤)	70.60	51.25	50.00	50.00	50.00
数量(吨)	455.69	621.03	650.00	650.00	650.00
收入(百万元)	32.17	31.83	32.50	32.50	32.50
毛利率(%)	46.18%	45.28%	45.00%	45.00%	45.00%
海带苗(苗种)					
单价(元/万株)	70.00	80.00	80.00	80.00	80.00
数量(亿株)	9.50	10.00	10.00	10.00	10.00
收入(百万元)	6.65	8.00	8.00	8.00	8.00
毛利率(%)	71.82%	56.00%	56.00%	56.00%	56.00%
其它					
收入(百万元)	23.00	10.62	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	35.50%	33.71%	35.00%	35.00%	35.00%
合计					
收入(百万元)	468.73	623.93	745.36	893.79	1049.42
YOY(%)	-16.36%	33.11%	19.46%	19.91%	17.41%
毛利率(%)	22.36%	23.79%	27.13%	29.17%	31.97%

数据来源: 兴业证券研究所整理

参考公司历史费用率水平, 预计 2011-2013 年销售费用率、管理费用率、所得税率、少数股东损益占比维持 2010 年水平, 财务费用根据公司负债计算而得。公司费用假设及盈利预测结果如下(暂未考虑三文鱼业务盈利贡献):

表 4: 费用假设及盈利预测结果

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入(百万元)	474	624	745	894	1,049
毛利率(%)	22.7%	23.8%	27.1%	29.2%	32.0%
销售费用率(%)	1.9%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用率(%)	6.7%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
财务费用(百万元)	19	35	36	39	37
所得税率(%)	0.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
少数股东损益(百万元)	1	2	3	4	5
归属母公司净利润	57	75	109	153	216
YOY(%)	20.5%	32.6%	48.5%	40.1%	41.7%
EPS(元)	0.23	0.30	0.45	0.63	0.89

数据来源: 兴业证券研究所整理

在不考虑三文鱼业务盈利贡献时，预计公司 2011-2013 年归属母公司净利为 1.09、1.53、2.16 亿元，同比增速为 48.5%、40.1%、41.7%，对应 EPS 为 0.45、0.63、0.89 元，海参放量将支撑公司未来三年净利快速增长，三文鱼业务一旦成功将成为新的业绩增长点，维持公司推荐评级。

考虑三文鱼业务盈利时，预计 2011-2013 年三文鱼业务贡献净利 150、1512、2880 万元，对应新增 EPS 为 0.01、0.06、0.12 元（表 2），考虑三文鱼业务，预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.45、0.69、1.01 元。

风险提示：公司产品为水产养殖和水产品加工，均面临食品安全风险；海参养殖由于海底环境复杂，存货、产量存在不确定性，且易受台风、冰冻等自然灾害影响；三文鱼业务由于仍处于初期，存在不确定性；水产品加工出口业务受全球宏观经济影响较大，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	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2010-06	2011-06	YOY	说明
营业收入	151	166	212	120	209.1	38.3%	245	329	34.0%	水产加工收入增长 38%
营业成本	118	130	152	96	161.6	36.9%	194	257	32.9%	海参毛利率下降，水产加工毛利率上升
毛利	33	36	60	24	47.5	43.7%	52	72	38.2%	
销售费用	3	3	8	5	4.1	58.9%	5	9	72.7%	销售网络扩张
管理费用	6	7	8	6	7.1	22.1%	11	13	18.0%	
财务费用	10	7	11	8	12.1	23.3%	16	20	22.8%	负债增加
资产减值	-5	1	3	0	-2.4	-	-5	-2	-	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
营业利润	20	16	29	6	26.4	31.5%	25	32	30.2%	与收入增速基本匹配
利润总额	20	18	33	6	26.7	32.1%	25	33	31.7%	同上
净利润	20	18	31	6	26.6	31.6%	25	33	31.3%	同上
EPS	0.083	0.073	0.126	0.025	0.1	31.6%	0.102	0.134	31.3%	同上
销售费用率	1.7%	2.1%	3.7%	3.8%	2.0%	0.3%	2.0%	2.6%	0.6%	销售网络扩张
管理费用率	3.9%	4.5%	3.5%	5.2%	3.4%	-0.5%	4.6%	4.0%	-0.6%	
财务费用率	6.5%	4.4%	5.4%	6.3%	5.8%	-0.7%	6.5%	6.0%	-0.5%	
所得税率	0.0%	0.0%	2.7%	0.0%	0.4%	0.4%	0.0%	0.4%	0.4%	
毛利率	21.9%	21.7%	28.4%	20.3%	22.7%	0.8%	21.2%	21.8%	0.7%	海参毛利率下降，水产加工毛利率上升
净利润率	13.4%	10.7%	14.5%	5.0%	12.7%	-0.7%	10.1%	9.9%	-0.2%	

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	747	823	960	1098
货币资金	203	203	203	203
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	107	119	143	168
其他应收款	4	0	0	0
存货	415	482	593	704
非流动资产	1139	1217	1214	1197
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1051	1096	1092	1079
在建工程	10	30	42	37
油气资产	0	0	0	0
无形资产	46	45	44	43
资产总计	1886	2040	2174	2295
流动负债	631	743	736	681
短期借款	493	608	613	539
应付票据	0	0	0	0
应付账款	24	27	32	36
其他	114	108	91	107
非流动负债	69	-0	17	16
长期借款	37	-0	-0	-0
其他	32	0	17	16
负债合计	700	743	753	698
股本	244	244	244	244
资本公积	683	683	683	683
未分配利润	199	297	402	551
少数股东权益	26	29	32	38
股东权益合计	1186	1297	1421	1597
负债及权益合计	1886	2040	2174	2295

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	73	109	153	216
折旧和摊销	46	76	83	89
资产减值准备	-1	1	2	2
无形资产摊销	3	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	26	36	39	37
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	2	3	4	5
营运资金的变动	-126	35	151	120
经营活动产生现金流量	23	143	157	227
投资活动产生现金流量	-166	-140	-90	-70
融资活动产生现金流量	168	-3	-67	-157
现金净变动	23	-0	0	0
现金的期初余额	180	203	203	203
现金的期末余额	203	203	203	203

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	624	745	894	1049
营业成本	476	543	633	714
营业税金及附加	2	2	3	3
销售费用	16	19	23	27
管理费用	26	31	38	44
财务费用	35	36	39	37
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	70	113	158	224
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	76	113	158	224
所得税	1	1	2	3
净利润	75	112	157	222
少数股东损益	2	3	4	5
归属母公司净利润	73	109	153	216
EPS (元)	0.30	0.45	0.63	0.89

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	31.8%	19.5%	19.9%	17.4%
营业利润增长率	39.7%	61.3%	40.1%	41.7%
净利润增长率	32.6%	48.5%	40.1%	41.7%
盈利能力(%)				
毛利率	23.8%	27.1%	29.2%	32.0%
净利率	11.8%	14.6%	17.1%	20.6%
ROE	6.3%	8.6%	11.0%	13.9%

偿债能力(%)

资产负债率	37.1%	36.4%	34.6%	30.4%
流动比率	1.18	1.11	1.30	1.61
速动比率	0.52	0.45	0.49	0.56

营运能力(次)

资产周转率	0.35	0.38	0.42	0.47
应收帐款周转率	7.21	6.60	6.82	6.75

每股资料(元)

每股收益	0.30	0.45	0.63	0.89
每股经营现金	0.09	0.59	0.64	0.93
每股净资产	4.76	5.20	5.69	6.39

估值比率(倍)

PE	54.88	36.95	26.37	18.61
PB	3.47	3.17	2.90	2.58

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

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.xyjq.com.cn 内幕交易防控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

定期报告点评

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。