

东方海洋 (002086)

海参价格下半年有望回升

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
编号 S0880511010013

本报告导读:

东方海洋上半年海参销量超预期, 全年销量预计超过 900 吨; 下半年海参价格有望回升; 三文鱼项目今年贡献收入。11-12 年业绩预测 0.42/0.65 元, 增持, 目标价 23 元。
投资要点:

- **中期业绩增长 31.6%。**东方海洋 2011 年中期实现营业收入 3.29 亿元, 增长 34%; 净利润 3262 万元, 增长 31.3%, EPS 为 0.134 元。
- **海参量升价跌, 毛利率下降。**上半年共销售海参 350 吨, 增长 59%。海参单价 181 元/公斤, 下降 4.7%。由于近几年海参苗、人工等成本上涨, 海参毛利率下降 7.6 个百分点。
- **水产品加工业务保持稳定。**上半年水产品加工出口业务产销量分别同比增长 25%、15%, 由于订单价格回升, 毛利率同比提高 3.92 个百分点到 12.0%。
- **上调全年海参销量预测。**由于上半年海参销量超预期, 我们上调全年海参销量到 937 吨, 增长 50%。海参价格进入 7 月份相比二季度低位有所回升, 我们认为随着日本地震影响消退、4 季度消费旺季效应, 海参价格下半年均价将高于上半年, 毛利率水平有所修复。
- **三文鱼项目今年贡献业绩。**目前公司人工养殖的三文鱼情况良好, 有望于今年贡献部分收入, 并成为未来两年东方海洋收入、利润的新增长点。
- **维持增持评级, 目标价 23 元。**我们下调了海参毛利率预期, 下调 2011 年 EPS 到 0.42 元 (原 0.46 元), 对其 11-13 年业绩预测为 0.42/0.65/0.76 元, 维持增持评级, 目标价 23 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	474	624	708	874	966
(+/-)%	-15%	32%	13%	24%	11%
经营利润 (EBIT)	69	105	136	199	226
(+/-)%	-4%	51%	30%	46%	13%
净利润	55	73	103	158	184
(+/-)%	21%	33%	40%	54%	16%
每股净收益 (元)	0.23	0.30	0.42	0.65	0.76
每股股利 (元)	-	-	0.06	0.10	0.11

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	14.6%	16.8%	19.3%	22.8%	23.4%
净资产收益率 (%)	5.1%	6.3%	8.2%	11.5%	12.0%
投入资本回报率 (%)	4.8%	6.4%	7.4%	10.3%	11.5%
EV/EBITDA	9.6	5.9	4.5	3.3	2.9
市盈率	72.5	54.7	39.1	25.3	21.7
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.00

上次预测: 23.00

当前价格: 17.12

2011.08.01

交易数据

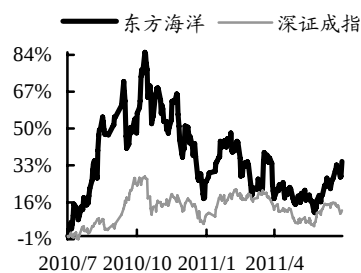
52 周内股价区间 (元)	12.00-23.30
总市值 (百万元)	4,175
总股本/流通 A 股 (百万股)	244/235
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	63

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,166
每股净资产	4.78
市净率	3.6
净负债率	49%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.019	0.043
Q2	0.083	0.091
Q3	0.073	0.105
Q4	0.126	0.182
全年	0.301	0.421

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	19%	19%	40%
相对指数	18%	20%	28%

相关报告

年报点评:
《估值进入合理区间, 上调评级至增持》
2011.04.10

公司调研报告:
《“消费升级、资产泡沫”受益者》
2010.11.11

模型更新时间: 2011.07.28

股票研究

必需消费

农业

东方海洋 (002086)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.00

上次预测: 23.00

当前价格: 17.12

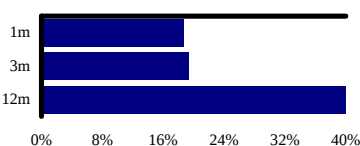
公司网址

www.yt-fishery.com

公司简介

公司主要从事海水鱼虾贝藻育苗、养殖及海洋水产加工出口业务,是集科研、技术咨询和推广服务、生产加工和国际贸易于一体的农业产业化国家重点龙头企业、国家火炬计划重点高新技术企业。公司地处烟台,渔业资源丰富,是我国重点渔区之一,公司拥有目前北方最大的海带育苗基地。目前公司已经具备年产2万吨的冷藏水产品(真鳕鱼、红鱼、鳕鱼、鲈鱼和鲑鱼等)加工能力和年产海带苗11亿株、年产大菱鲆、牙鲆鱼等鲜鲈鱼500吨、海参120吨的名贵海水产品的育苗和养殖能力。公司海水养殖产品全部供应国内市场,加工水产品则主要销往欧盟、日本和美国等发达国家和地区,与二十多家国际公司形成了长期密切的合作关系。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

12.00-23.30

市值 (百万)

4,175

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	474	624	708	874	966	1,068	1,132	1,200	1,271	1,325
营业成本	366	476	521	613	671	739	779	822	866	893
营业税费	2	2	2	3	3	3	3	3	4	4
销售费用	9	16	20	24	27	30	32	34	36	37
管理费用	32	26	28	35	39	43	45	48	51	53
财务费用	19	35	33	39	40	39	39	38	38	37
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	50	70	103	160	187	214	233	255	277	302
利润总额	57	76	106	164	191	219	239	261	284	308
所得税	0	1	1	2	2	3	3	3	3	4
少数股东损益	1	2	3	4	5	5	6	6	7	8
净利润	55	73	103	158	184	212	230	251	274	297
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	180	203	156	205	345	416	615	819	1,042	1,333
其他流动资产	452	544	583	693	727	801	830	876	924	956
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	599	1,051	1,147	1,171	1,157	1,206	1,187	1,166	1,145	1,092
无形资产及其他资产	78	78	79	80	81	82	83	84	84	84
资产合计	1,632	1,886	1,996	2,164	2,342	2,546	2,759	2,991	3,244	3,514
流动负债	456	631	684	713	730	748	760	773	786	796
非流动负债	45	37	37	37	37	37	37	37	37	37
股东权益	1,086	1,159	1,247	1,381	1,538	1,718	1,914	2,127	2,360	2,612
投入资本(IC)	1,440	1,623	1,816	1,916	1,942	2,062	2,069	2,089	2,109	2,084
现金流量表										
NOPLAT	69	103	135	197	224	250	269	290	311	335
折旧与摊销	25	49	67	76	81	85	92	97	101	105
营运流动资金增量	(11)	(129)	(34)	(89)	(22)	(60)	(21)	(37)	(39)	(25)
资本支出	(324)	(183)	(185)	(85)	(85)	(143)	(78)	(78)	(82)	(54)
自由现金流	(241)	(160)	(18)	98	198	132	263	271	291	361
营运现金流	90	30	172	188	289	282	348	356	380	422
投资现金流	(183)	(185)	(85)	(85)	(143)	(78)	(78)	(82)	0	(57)
融资现金流	(70)	0	(47)	49	140	71	198	204	223	291
现金流净增加额	(164)	(155)	40	152	286	275	468	479	603	656
财务指标										
成长性										
收入增长率	-15.5%	31.8%	13.5%	23.5%	10.5%	10.6%	6.0%	5.9%	6.0%	4.3%
EBIT 增长率	-3.5%	51.4%	30.2%	46.3%	13.5%	12.0%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%
净利润增长率	20.5%	32.6%	39.8%	54.5%	16.4%	14.7%	8.9%	9.0%	8.9%	8.7%
利润率										
毛利率	22.7%	23.8%	26.4%	29.9%	30.5%	30.8%	31.2%	31.5%	31.9%	32.6%
EBIT 率	14.6%	16.8%	19.3%	22.8%	23.4%	23.7%	24.1%	24.4%	24.8%	25.5%
净利率	11.7%	11.8%	14.5%	18.1%	19.1%	19.8%	20.3%	20.9%	21.5%	22.4%
收益率										
净资产收益率(ROE)	5.1%	6.3%	8.2%	11.5%	12.0%	12.3%	12.0%	11.8%	11.6%	11.4%
总资产收益率(ROA)	3.4%	4.0%	5.1%	7.3%	7.9%	8.3%	8.4%	8.4%	8.4%	8.5%
投入资本回报率(ROIC)	4.8%	6.4%	7.4%	10.3%	11.5%	12.1%	13.0%	13.9%	14.8%	16.1%
运营能力										
存货周转天数	288	284	300	287	288	279	281	277	277	280
应收账款周转天数	97	72	72	71	71	71	71	71	71	71
总资产周转天数	1,258	1,103	1,029	904	885	870	889	910	931	968
净利润现金含量	1.62	0.41	1.67	1.19	1.56	1.33	1.51	1.42	1.39	1.42
资本支出/收入	68.5%	29.4%	26.2%	9.7%	8.8%	13.4%	6.9%	6.5%	6.4%	4.1%
偿债能力										
资产负债率	31.1%	36.0%	36.1%	34.7%	32.7%	30.8%	28.9%	27.1%	25.4%	23.7%
净负债率	21.2%	32.1%	37.1%	30.6%	18.6%	12.8%	1.3%	-8.3%	-16.8%	-26.1%
估值比率										
PE	72.5	54.7	39.1	25.3	21.7	19.0	17.4	16.0	14.7	13.5
PB	3.7	3.5	3.2	2.9	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
P/S	8.47	6.43	5.67	4.59	4.15	3.76	3.54	3.34	3.16	3.03
EV/EBITDA	9.6	5.9	4.5	3.3	2.9	2.7	2.5	2.3	2.2	2.0
股息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%

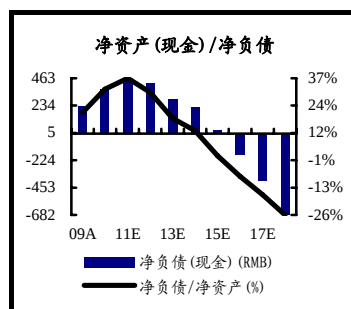
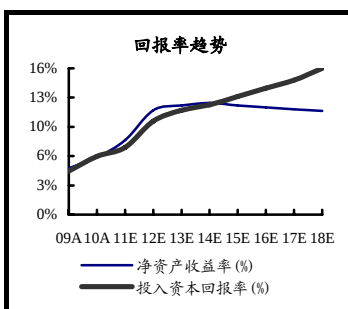
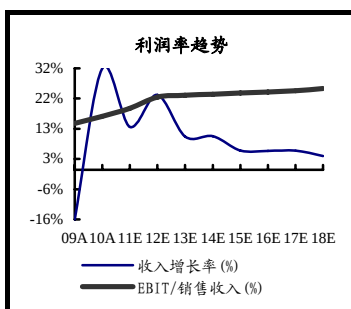
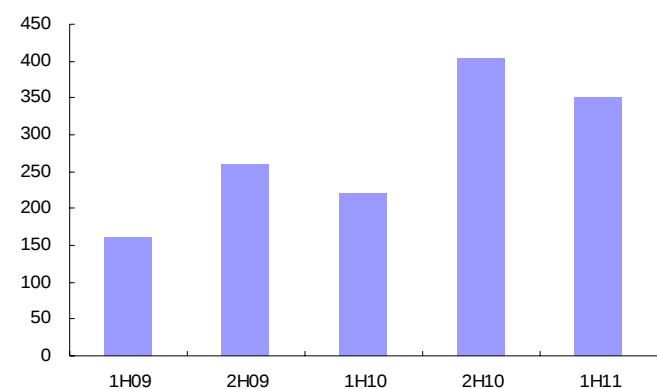
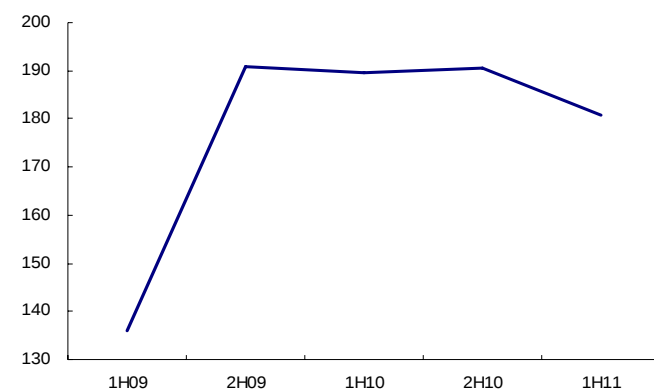


图 1: 东方海洋海参销售量 (万吨)



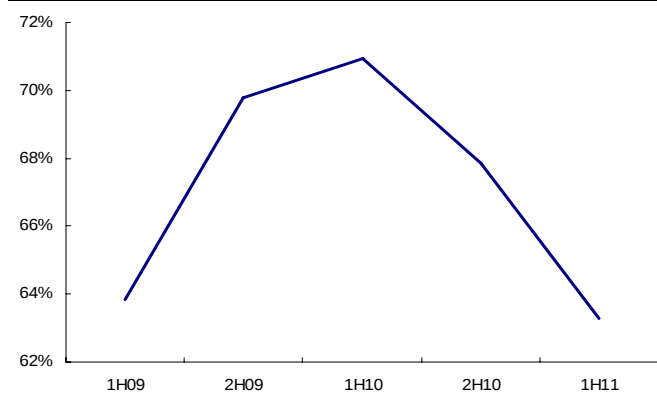
数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券

图 2: 东方海洋海参销售均价 (元/吨)



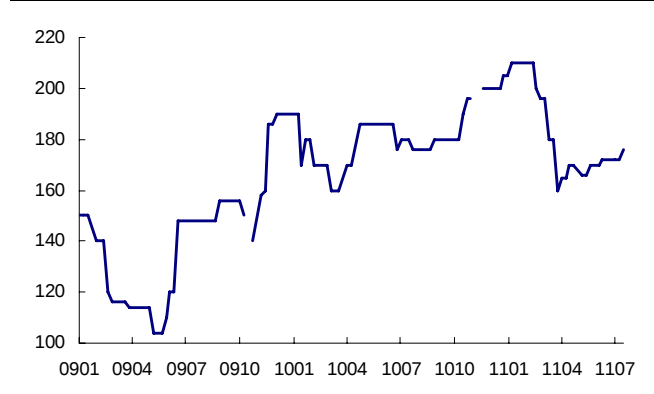
数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券

图 3: 东方海洋海参销售毛利率



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券

图 4: 威海水产品市场海参批发价 (元/吨)



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券

	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11
营业收入	212.4	261.1	245.5	378.4	328.9
YoY	-15.1%	-15.8%	15.6%	44.9%	34.0%
营业成本	172.3	193.7	193.5	282.0	257.1
毛利率	18.9%	25.8%	21.2%	25.5%	21.8%
销售费用	3.7	5.1	5.0	11.4	8.6
管理费用	21.3	11.3	15.0	13.3	0.0
财务费用	9.2	16.0	18.7	19.6	0.0
三项费用率	11.3%	13.6%	13.1%	11.9%	12.6%
净利润	18.4	36.9	24.9	48.5	32.6
YoY	19.2%	21.2%	35.0%	31.5%	31.3%
净利润率	8.7%	14.1%	10.1%	12.8%	9.9%

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		