

獐子岛(002069.SZ)

开创跨国收购海域之先河

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **34.64-37.75**

分析师

谢刚

S0740510120005

021-20315178

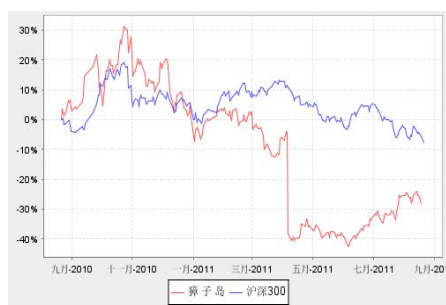
xiegang@r.qlzq.com.cn

2011年9月6日

基本状况

总股本(百万股)	711.11
流通股本(百万股)	678.60
市价(元)	28.40
市值(百万元)	20195.59
流通市值(百万元)	19272.24

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,512.54	2,259.05	3,196.19	4,078.12	5,135.97
营业收入增速	50.20%	49.35%	41.48%	27.59%	25.94%
净利润增长率	64.98%	104.64%	34.62%	37.49%	45.70%
摊薄每股收益(元)	0.91	0.93	0.80	1.10	1.60
前次预测每股收益(元)	0.91	0.93	0.80	1.10	1.60
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	41.12	45.86	32.04	23.30	15.99
PEG	0.63	0.44	0.93	0.62	0.35
每股净资产(元)	6.09	3.73	3.20	4.30	5.90
每股现金流量	0.33	0.09	0.25	0.30	0.82
净资产收益率	15.00%	25.08%	25.00%	25.58%	27.15%
市净率	6.17	11.50	8.01	5.96	4.34
总股本(百万股)	226.20	452.40	711.11	711.11	711.11

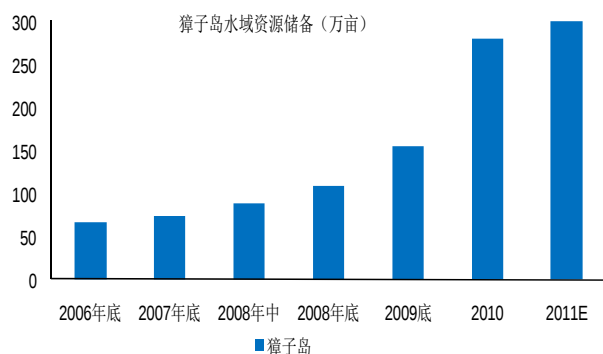
备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件:** 9月5日獐子岛公告与韩国全罗南道珍岛郡政府签署投资意向书: 公司拟投资不超过1亿美元, 在韩国全罗南道珍岛郡投资建设海参、鲍鱼育苗养殖及加工项目。
- **首先, 我们认为这是獐子岛在国际化战略方面迈出的坚实一步。**獐子岛的国际化可进一步分解为全球化资源和全球化市场两方面, 此番和韩国全罗南道珍岛郡政府投资合作, 既着眼于利用国外水域资源扩大优势品种的养殖规模, 又有利于加强同外国政府的联系和纽带, 进而为产品出口韩国打下坚实基础。
- **其次, 獐子岛可能开创了国内上市公司跨国收购国外养殖海域之先河。**据全罗南道珍岛郡政府承诺: (1) 共同促进珍岛郡农村渔业圈内的海参养殖产业; (2) 当地政府在2012年6月30日前批准鲍鱼养殖海域许可证; (3) 提供各项投资优惠政策及项目所需资源支持。我们预计在明年上半年, 獐子岛就有可能正式获得进军韩国从事海参、鲍鱼养殖的许可证, 养殖面积预计在十五万亩上下。
- **再次, 獐子岛生产基地布局海外, 同国外的销售市场高度协同且产生叠加效应, 使獐子岛成为仅靠输出新模式就能实现盈利的持续扩张, 同时缔造了公司经营盈利、当地政府招商、当地渔民就业、消费者多赢的格局。**韩国是今年以来公司海珍品外销增长最为迅猛的国家, 在韩国选址从事海参、鲍鱼养殖, 可以规避繁冗的检验检疫环节, 产品既可以鲜活品形态进入市场, 也可在加工后在韩国就地销售或转口其他国家, 甚至不排除再进口到中国满足国内旺盛的增量需求。2010年獐子岛出口韩国的虾夷扇贝销售额近1亿元, 预计2011年保守可达1.5亿元, 需求增长十分强劲。
- **最后, 作为全国养殖资源集大成者的獐子岛, 此番与韩国全罗南道珍岛郡合作之后, 公司海域储备将正式突破300万亩, 并将继续领跑国内资源海外扩张之路, 进而为公司中长期的盈利增长提供增长引擎。**

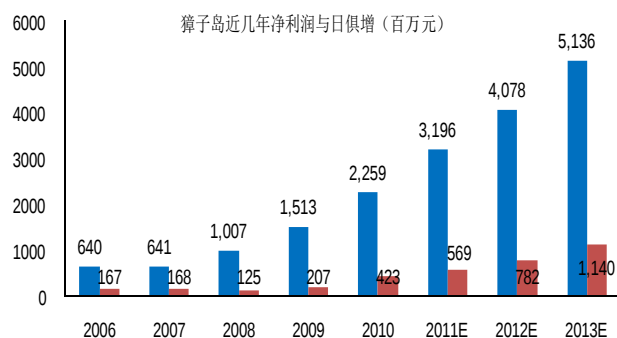
- 我们暂时维持前期盈利预测——预计獐子岛 2011-13 年净利润预测 5.69 亿、7.82 亿、11.40 亿元，同比增长 34.6%、37.5%、45.7%，2011-13 年 EPS 为 0.80、1.10、1.60。
- 基于公司得天独厚的海域资源储备和日益厚重的品牌渠道张力，我们长期推荐公司股票，并将獐子岛作为水产品“四驾马车”中增长最稳健、最可持续的首选品种进行重点推荐，建议积极“买入”，目标价格区间 34.64-37.75 元。

图表 1：獐子岛海域资源储备近 300 万亩



来源：齐鲁证券研究所

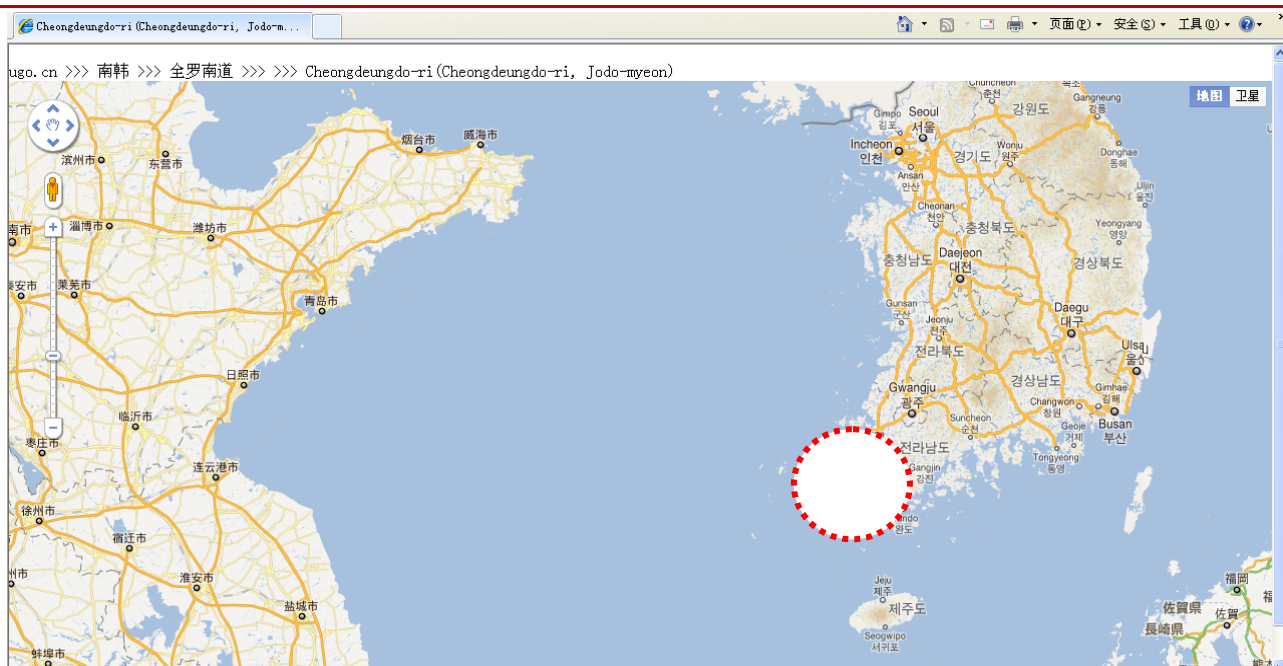
图表 2：獐子岛销售额和净利润水平 (百万元)



来源：齐鲁证券研究所

附：珍岛郡座落在韩国全罗南道西南部的一个郡，由珍岛及附近 229 个小岛组成，其中 180 个为无人岛，面积 430.6 平方公里，2009 年人口仅 41184 人，是养殖海参、鲍鱼的天然优良海域。

图表 3：韩国全罗南道珍岛郡海域为天然的海参、鲍鱼养殖基地



来源：百度，齐鲁证券研究所

图表 4：獐子岛养殖产品销售收入预测

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
虾夷扇贝											
平均售价 (万元/吨)	2.30	2.48	2.82	2.87	2.87	2.31	2.44	2.68	2.63	2.76	2.90
增长率 (YOY)	N/A	7.64%	13.58%	2.10%	0.00%	-19.50%	5.25%	10.20%	-2.00%	5.00%	5.00%
生产数量 (吨)	9711.26	10560.70	13293.53	14360.37	13496.83	20136.00	34289.00	53000.00	69450.00	93250.00	170250.00
销售数量 (吨)	6211.46	6191.50	7058.03	10483.07	9852.69	14095.20	17795.99	27164.67	37711.35	47557.50	68100.00
增长率 (YOY)	N/A	-0.32%	14.00%	48.53%	-6.01%	43.06%	26.26%	52.64%	38.82%	26.11%	43.20%
销售收入 (百万元)	143.04	153.47	199.72	301.35	283.23	326.17	433.44	729.10	991.93	1313.46	1974.85
增长率 (YOY)	N/A	7.29%	29.48%	51.65%	-6.01%	15.16%	32.89%	68.21%	36.05%	32.41%	50.35%
毛利率	54.72%	66.78%	69.80%	66.00%	65.50%	53.35%	60.33%	69.97%	73.03%	72.26%	71.47%
销售成本 (百万元)	64.77	50.98	60.01	102.46	97.71	152.16	171.95	218.98	267.51	364.35	563.47
增长率 (YOY)	N/A	-21.28%	17.71%	70.73%	-4.63%	55.72%	13.00%	27.35%	22.17%	36.20%	54.65%
毛利 (百万元)	78.27	102.49	138.71	198.89	185.51	174.01	261.49	510.13	724.42	949.12	1411.39
增长率 (YOY)	N/A	30.94%	35.34%	43.39%	-6.73%	-6.20%	50.27%	95.08%	42.01%	31.02%	48.71%
鲜活刺参											
平均售价 (元/公斤)	126.35	128.69	129.78	144.90	189.44	169.44	195.96	215.96	235.96	255.96	275.96
增长率 (YOY)	N/A	1.85%	0.85%	11.65%	30.74%	-10.56%	15.65%	10.21%	9.26%	8.48%	7.81%
生产数量 (吨)	169.00	261.00	366.00	428.16	266.40	362.05	530.44	412.92	428.65	530.44	412.92
销售数量 (吨)	104.30	162.50	247.90	214.08	133.20	181.03	275.33	222.44	247.63	298.52	239.76
增长率 (YOY)	N/A	55.80%	52.55%	-13.64%	-37.78%	35.90%	52.09%	-19.21%	11.32%	20.55%	-19.68%
销售收入 (百万元)	13.18	20.91	32.17	31.02	25.23	30.67	53.95	48.04	58.43	76.41	66.16
增长率 (YOY)	N/A	58.69%	53.84%	-3.58%	-18.65%	21.56%	75.90%	-10.96%	21.63%	30.77%	-13.41%
毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	53.74%	61.12%	77.72%	72.74%	75.26%	75.04%	74.68%	74.22%
销售成本 (百万元)	6.59	10.46	16.09	14.35	9.81	6.83	14.71	11.88	14.59	19.35	17.06
增长率 (YOY)	N/A	58.69%	53.84%	-10.79%	-31.63%	-30.35%	115.25%	-19.21%	22.73%	32.65%	-11.83%
毛利 (百万元)	6.59	10.46	16.09	16.67	15.42	23.84	39.24	36.15	43.84	57.06	49.11
增长率 (YOY)	N/A	58.69%	53.84%	3.63%	-7.49%	54.58%	64.62%	-7.87%	21.27%	30.15%	-13.94%
鲜活鲍鱼											
平均售价 (元/公斤)	279.2	286.6	292.9	356.9	475.3	272.9	158.8	126.4	117.3	121.9	127.1
增长率 (YOY)	N/A	2.62%	2.23%	21.83%	33.18%	-42.57%	-41.82%	-20.39%	-7.18%	3.86%	4.27%
生产数量 (吨)	45.00	94.00	150.00	114.94	140.08	411.78	766.00	1324.00	2059.00	2059.00	2059.00
销售数量 (吨)	44.30	93.90	146.90	114.94	70.04	226.48	497.90	926.80	1441.30	1441.30	1441.30
增长率 (YOY)	N/A	111.96%	56.44%	-21.76%	-39.06%	223.36%	119.84%	86.14%	55.51%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	12.37	26.91	43.03	41.02	33.29	61.82	79.06	117.17	169.12	175.64	183.15
增长率 (YOY)	N/A	117.52%	59.93%	-4.68%	-18.85%	85.70%	27.90%	48.19%	44.34%	3.86%	4.27%
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	42.90%	42.90%	22.21%	23.01%	9.84%	10.34%	10.84%	11.34%
销售成本 (百万元)	7.42	16.14	25.82	23.42	19.01	48.09	60.87	105.64	151.63	156.60	162.38
增长率 (YOY)	N/A	117.52%	59.93%	-9.29%	-18.85%	152.98%	26.58%	73.54%	43.54%	3.28%	3.69%
毛利 (百万元)	4.9	10.8	17.2	17.6	14.3	13.7	18.2	11.5	17.5	19.0	20.8
增长率 (YOY)	N/A	117.52%	59.93%	2.23%	-18.85%	-3.86%	32.51%	-36.63%	51.68%	8.88%	9.08%
海胆等其他											
销售收入 (百万元)	25.47	7.12	14.59	25.47	38.04	95.73	57.57	61.09	63.23	65.50	67.92
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	2.02%	33.06%	32.77%	24.17%	24.55%	25.00%	25.50%
销售成本 (百万元)				17.83	37.27	64.08	38.71	46.33	47.70	49.13	50.60
其他											
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售成本 (百万元)				0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
海水养殖销售收入合计 (百万元)	204.23	237.54	300.55	398.86	379.79	514.39	624.02	955.40	1282.71	1632.02	2294.09
养殖业务成本合计 (百万元)	97.68	111.78	128.67	158.06	163.81	271.16	286.23	382.82	481.44	589.43	791.50
养殖业务毛利 (百万元)	106.55	125.75	171.88	240.80	215.99	243.23	337.79	572.57	801.27	1,042.59	1,502.58
养殖业务毛利率 (%)	52.17%	52.94%	57.19%	60.37%	56.87%	47.28%	54.13%	59.93%	62.47%	63.88%	65.50%

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：獐子岛加工产品销售收入预测

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
虾夷贝柱											
产量 (吨)	399.20	460.00	966.30	700.00	715.00	955.00	1,015.00	1,225.00	1,825.00	2,425.00	2,825.00
销售数量 (吨)	396.20	420.70	806.20	833.15	707.50	835.00	985.00	1,120.00	1,125.00	1,225.00	2,625.00
增长率 (YOY)	N/A	6.18%	91.63%	3.34%	-15.08%	18.02%	17.96%	13.71%	36.16%	39.34%	23.53%
产销率 (%)	99.25%	91.46%	83.43%	119.02%	98.95%	87.43%	97.04%	91.43%	83.56%	87.63%	92.92%
销售单价 (元/吨)	47,562	55,838	68,941	55,842	49,532	49,532	50,300	64,137	69,589	74,808	79,670
销售收入 (百万元)	18.84	23.49	55.58	46.52	35.04	41.36	49.55	71.83	106.12	158.97	209.13
增长率 (YOY)	N/A	24.66%	136.60%	-16.29%	-24.68%	18.02%	19.79%	44.99%	47.73%	49.80%	31.56%
半壳虾夷贝											
产量 (吨)	428.80	810.60	876.20	700.00	715.00	995.00	1,065.00	1,310.00	2,010.00	2,910.00	3,510.00
销售数量 (吨)	566.70	615.40	989.00	788.10	707.50	855.00	1,030.00	1,187.50	1,660.00	2,460.00	3,210.00
增长率 (YOY)	N/A	8.59%	60.71%	-20.31%	-10.23%	20.85%	20.47%	15.29%	39.79%	48.19%	30.49%
产销率 (%)	132.16%	75.92%	112.87%	112.59%	98.95%	85.93%	96.71%	90.65%	82.59%	84.54%	91.45%
销售单价 (元/吨)	18,557	19,308	21,271	17,230	15,283	16,323	16,576	21,136	22,933	24,653	26,256
销售收入 (百万元)	10.52	11.88	21.04	13.58	10.81	13.96	17.07	25.10	38.07	60.65	84.28
增长率 (YOY)	N/A	12.99%	77.05%	-35.45%	-20.37%	29.08%	22.34%	47.01%	51.67%	59.31%	38.97%
虾夷贝柱连籽											
产量 (吨)	654.40	784.60	1,258.70	700.00	715.00	995.00	1,065.00	1,310.00	1,415.00	2,610.00	3,010.00
销售数量 (吨)	568.00	789.60	985.80	979.35	707.50	855.00	1,030.00	1,187.50	1,362.50	2,012.50	2,810.00
增长率 (YOY)	N/A	39.01%	24.85%	-0.65%	-27.76%	20.85%	20.47%	15.29%	14.74%	47.71%	39.63%
产销率 (%)	86.80%	100.64%	78.32%	139.91%	98.95%	85.93%	96.71%	90.65%	96.29%	77.11%	93.36%
销售单价 (元/吨)	52,974	55,191	67,266	54,486	48,329	51,620	52,420	66,841	72,522	77,961	83,029
销售收入 (百万元)	30.09	43.58	66.31	53.36	34.19	44.14	53.99	79.37	98.81	156.90	233.31
增长率 (YOY)	N/A	44.83%	52.16%	-19.53%	-35.92%	29.08%	22.34%	47.01%	24.49%	58.78%	48.70%
盐渍、即食等加工海参											
产量 (吨)	7.70	15.10	30.20	32.85	42.69	82.50	95.40	116.90	191.48	235.74	184.64
销售数量 (吨)	6.30	13.70	24.60	26.76	34.78	67.20	77.71	95.22	155.98	192.03	150.41
增长率 (YOY)	N/A	117.46%	79.56%	8.78%	29.95%	93.25%	15.64%	22.53%	63.81%	23.11%	-21.67%
产销率 (%)	81.82%	90.73%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%
销售单价 (元/吨)	84,730.2	85,759.1	89,739.8	90,000.0	121,500.0	115,303.5	151,727.9	167,583.4	184,341.8	199,089.1	211,034.5
销售收入 (百万元)	5.34	11.75	22.08	24.08	42.25	77.49	117.91	159.57	287.53	382.30	317.41
增长率 (YOY)	N/A	120.10%	87.90%	9.10%	75.43%	83.40%	52.17%	35.33%	80.19%	32.96%	-16.98%
精包装旅游食品(即食鲍鱼等)											
销量 (吨)	0.00	0.00	0.00	0.00	3.50	9.27	13.41	19.86	30.89	30.89	30.89
销售单价 (百万元/吨)	0.00	0.00	0.00	0.00	9.51	5.70	6.56	6.01	6.35	6.69	7.06
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	33.29	52.84	87.92	119.45	195.97	206.75	218.12
冻鱼片等其他加工品											
销售收入 (百万元)	9.16	21.64	39.67	63.13	72.16	180.12	270.31	304.61	343.27	386.82	435.91
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%	47.49%	44.99%	44.99%	44.99%	44.99%
加工业务总销售收入 (百万元)	73.95	112.34	204.67	200.68	227.75	409.90	596.76	759.94	1069.77	1352.39	1498.17
加工业务销售成本 (百万元)	54.40	78.99	131.24	156.77	186.75	356.82	526.63	593.83	868.04	1104.12	1230.63
加工业务毛利率 (%)	26.43%	29.69%	35.88%	21.88%	18.00%	12.95%	11.75%	21.86%	18.86%	18.36%	17.86%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308