

分析师: 乔洋 (8621)65799581 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号: S0490510120007

联系人: 叶思阳 (8627)65799581 yesy@cjsc.com.cn

台风拖累业绩下滑，长期看好产能释放

事件描述

獐子岛 (002069) 今日公告 2011 年第三季度业绩报告:

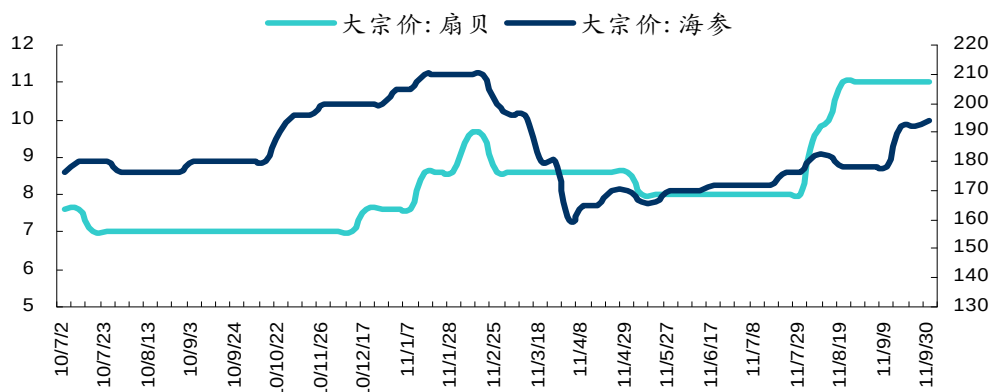
- ⊗ 第三季度公司实现营业收入 8.88 亿元，同比增加 13.91%；归属于上市公司股东的净利润 9111.28 万元，同比减少 23.93%；实现每股收益 0.13 元。剔除台风损失影响，第三季度归属于上市公司股东的净利润为 1.97 亿元，同比增长 64.89%。
- ⊗ 前三季度共实现营业收入 20.69 亿元，同比增长 31.66%；归属于上市公司股东的净利润 3.05 亿元，同比增加 5.47%；实现每股收益 0.43 元。剔除台风损失影响，前三季度归属于上市公司股东的净利润为 4.11 亿元，同比增加 42.15%，每股收益 0.58 元。
- ⊗ 公司预告 2011 年度净利润同比变动幅度的预计范围为 0%~30%，归属于上市公司股东的净利润为 4.23~5.50 亿元，EPS 为 0.46~0.60 元
- ⊗ 基于公司未来产能的稳定释放以及对公司多年经营实力的判断，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.67 元、1.10 元和 1.47 元，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，第三季度公司实现营业收入8.88亿元，综合毛利率较去年同期增加7.44个百分点

- ⊗ 2011 年第三季度公司实现营业收入 8.88 亿元，同比增长 13.91%。我们认为，公司营业收入增长主要源于两方面原因，一是 2011 年第三季度扇贝和海参大宗价分别较去年三季度上涨 37.57%和 1.12%；二是公司集中精力开拓境外扇贝市场，效果显著，境外贸易业务快速增长。

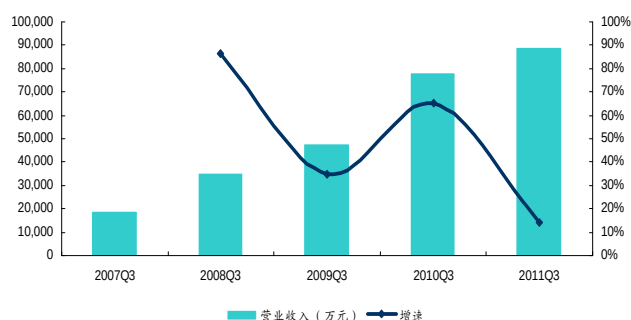
图 1: 2010 年 7 月~2011 年 9 月扇贝和海参大宗价 (元/公斤)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

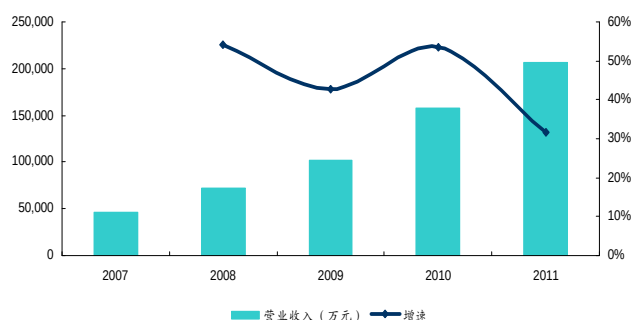
✧ 前三季度公司累计实现营业收入 20.69 亿元, 同比增长 31.66%。

图 2: 2007~2011 年公司三季度营业收入 (万元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

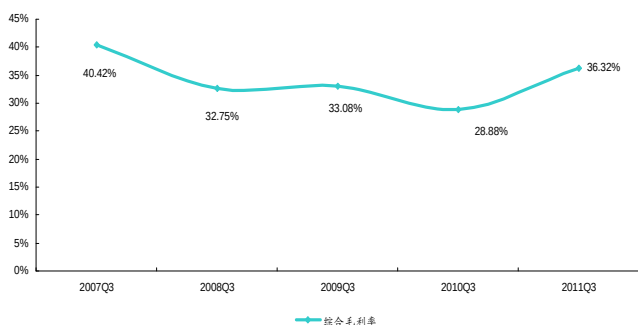
图 3: 2007~2011 年公司前三季度营业收入 (万元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

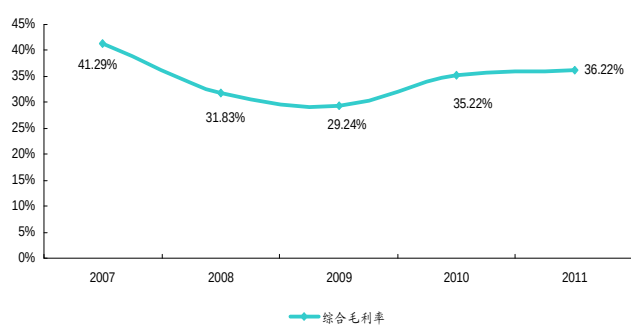
✧ 今年第三季度公司综合毛利率水平为 36.32%，较去年同期增长 7.44 个百分点。今年前三季度公司综合毛利率水平为 36.22%，较去年同期增长 1 个百分点。第三季度毛利率大幅增长的主要原因是销售收入增长了 13.91% 而成本仅增加了 2%。

图 4: 2007~2011 年公司三季度综合毛利率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 2007~2011 年公司前三季度综合毛利率

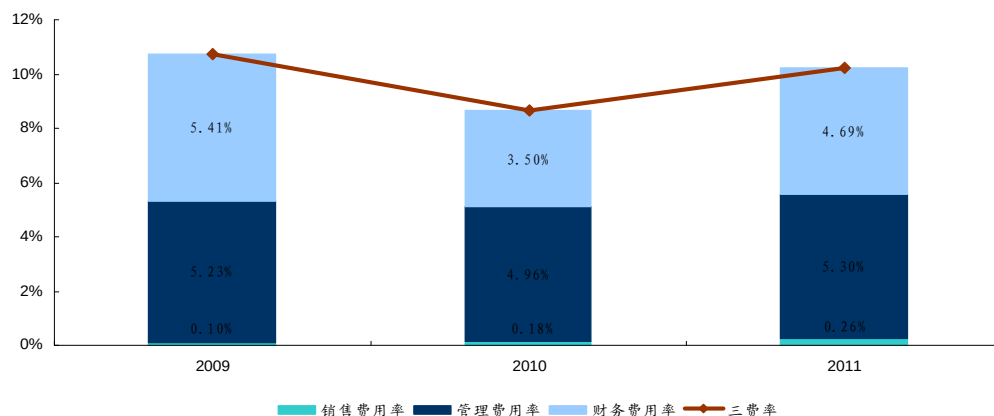


资料来源: Wind, 长江证券研究部

第二, 第三季度公司财务费用上升, 综合期间费用率较去年同期小幅提升 1.60 个百分点

- ✧ 2011 年第三季度公司实现销售费用 227.26 万元，较去年同期增长 64.57%，增长原因为公司销售规模扩张带来的人员工资、运输费用增加所致。管理费用 4703.58 万元，同比增长 21.62%，主要系管理人员工资增加所致。财务费用 4163.81 万元，同比大幅增加 52.58%，财务费用大幅增加主要系 3 月份定向增发资金到位后，置换前期投入资金偿还银行借款以及借款利息金额增加
- ✧ 第三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.26%，5.30%和 4.69%；分别较去年同期费用率增加 0.08，0.34 和 1.19 个百分点。第三季度综合期间费用率为 10.24%，较去年同期增长 1.60 个百分点。

图 6：第三季度公司三项费用率同比有小幅提升



资料来源：Wind，长江证券研究部

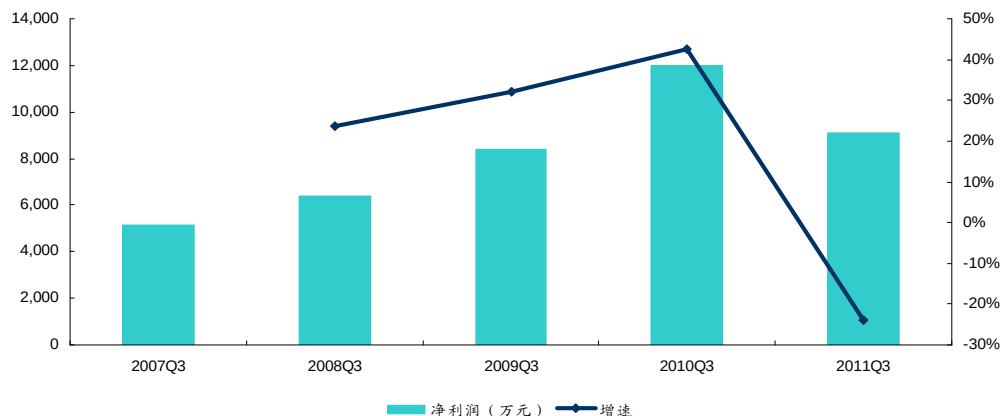
第三，前三季度公司营业外支出、应收帐款和长期股权投资同比均有较大幅度上升

- ✧ 营业外支出比上年同期增加 3245.62%，主要原因为荣成子公司核销台风损失 10638 万元及对外捐赠增加。
- ✧ 应收帐款比上年同期增加 30.51%，主要原因是公司加工出口及水产贸易业务量大幅增长所致。
- ✧ 长期股权投资比上年同期增加 423.46%，主要原因是公司在今年投资 1 亿元入股云南阿穆尔鲟鱼养殖有限责任公司。

第四，第三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润9111.28万元，同比减少23.93%

- ✧ 第三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 9111.28 万元，同比减少 23.93%，净利润减少主要由营业外支出大幅增加所致。剔除台风损失影响，第三季度归属于上市公司股东的净利润为 1.97 亿元，同比增长 64.89%。

图 7：第三季度归属于上市公司股东净利润（万元）及增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

✧ 公司预告 2011 年度净利润同比变动幅度的预计范围为 0%~30%，归属于上市公司股东的净利润为 4.23~5.50 亿元，EPS 为 0.46~0.60 元

第五，台风事件对公司影响较大

今年 6 月底和 8 月初，台风“米雷”和“梅花”分别对公司造成了不同程度的影响，据最新核查，下属荣成分公司受台风影响损失金额为 10638 万元。

表 1：台风造成荣成公司的损失

项目	损失
1	丢失鲍鱼 393 吨，损失金额 5,817 万元
2	幸存鲍鱼经历高温期后，死亡率比同期增加 17.9 个百分点，损失 165 吨，损失金额 2,297 万元
3	浅海底播增殖的马粪海胆全部死亡，损失金额 972 万元
4	台风前购买在养用于鲍鱼饵料的鲜海带菜 15,000 吨和自养的海带菜 5,500 吨全部脱落损失，损失金额 1,187 万元
5	被摧毁不能使用的养殖台筏物资及装备损失金额 365 万元
合计	荣成公司受台风影响损失金额合计为 10,638 万元

资料来源：公司公告，长江证券研究部

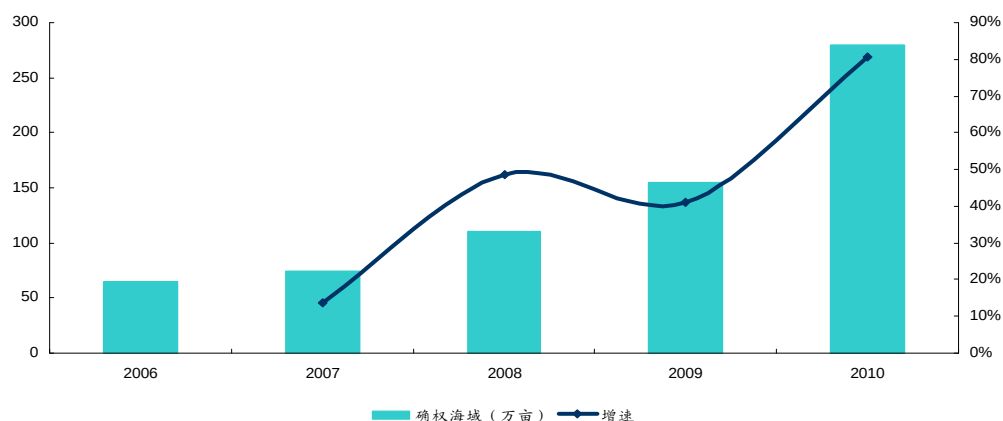
公司在中国渔业互保协会投保了涵盖公司所在海域的所有养殖基地的水产养殖保险，保险金额为 1 亿元，其中荣成公司的保险额为 2765 万元。按照中国渔业互保协会互保条款，累计赔偿金额以互保金额为限，我们预计，公司获赔偿金额或不超过 2765 万元。

第六，“资源+品牌”，两大核心竞争力支撑公司长期可持续性发展

✧ 养殖海域储量最大，资源垄断优势逐渐显现

我国海水养殖业主要分布在黄渤海和东南沿海，有限的养殖海域面积决定了较高的行业进入门槛，再考虑到复杂气候、海水污染等诸多风险因素，新进入的规模化养殖主体较少，既有参与者长期发展的关键在于海域资源的占有量。公司自 1992 年成立开始进行海产品捕捞及养殖业务，2006 年公司上市之初确权养殖海域面积为 65.63 万亩，通过不断扩张收购，截至 2010 年底，公司已拥有确权海域约 280 万亩，是目前国内最大的底播海水养殖企业。近年来随着气候变暖，围海造地的工业污染日益加剧以及海洋漏油事件频发，清洁海域的稀缺性日益凸显，坐拥最大的确权养殖海域面积，公司有望享受资源垄断溢价。

图 8: 公司确权海域面积逐年增长 (万亩)



资料来源：长江证券研究部

🌿 高端溢价源于质量保证，营销渠道打造经典品牌

近年来国家推进农业产品“地理标志保护产品”认证工作，借此对市场上数量众多的产品加以区分，作为辽参中的王牌产品公司更能够获得较高的溢价。而且，同国际先进的海产养殖公司一样，公司极端重视“资源”、“市场”与“技术”紧密结合，因此，食品安全性及公司的生态养殖理念多次给公司带来相关荣誉。

表 2: 公司发展进程中部分荣誉一览表

时间	获得荣誉
2003 年 6 月	公司的海参、扇贝产品被列入农业部发布的国家首批无公害食品名单
2003 年 8 月	“獐子岛”牌扇贝、鲍鱼、海参、海胆通过了中国绿色食品发展中心的“AA 级绿色食品”认证
2003 年	被农业部中绿华夏有机食品认证中心认定为“有机食品”，是中国最先通过海产品“有机食品”认证的企业
	“獐子岛”牌商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”，成为国内水产品首家获得“中国驰名商标”的企业，
2006 年 1 月	“獐子岛”牌虾夷扇贝、刺参、鲍鱼被评为“辽宁省名牌产品”
	获得了辽宁省出入境检验检疫局依据美国联邦海产品 HACCP 法规作出的认定及对欧盟成员国出口水产品资格，产
2006 年 8 月	品远销多个国家和地区。
	公司获得 2009 中国营销标杆企业奖、哈佛《商业评论》管理行动奖金奖、2009 中国食品产业标杆品牌奖、中国
2009 年	企业长青品牌奖等多项荣誉
2009 年	大连夏季达沃斯海珍品唯一指定品牌
2009 年	“马牙滩极品限量海参”以 9.8 万元高价拍成了世界最贵海参
2010 年	上海世博会辽宁省海珍品唯一指定品牌
2010 年	与世界零售巨头沃尔玛公司成功实现农超对接，獐子岛的野生海珍品将遍布沃尔玛全球各网点

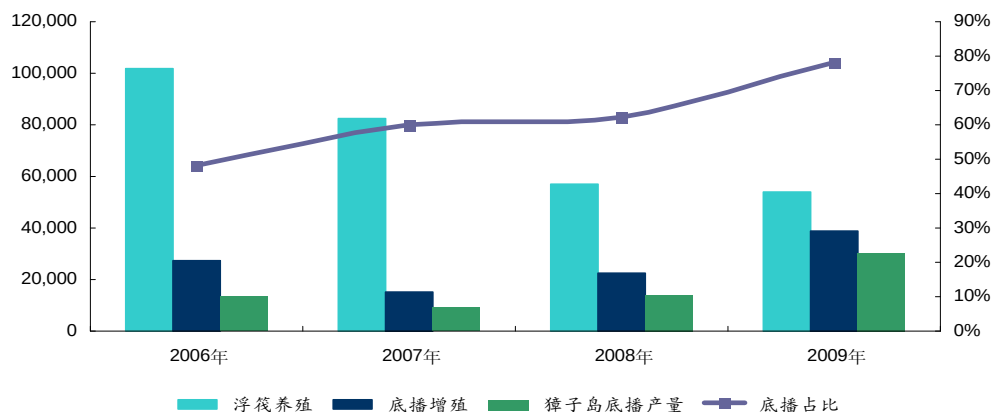
资料来源：长江证券研究部

公司根据市场需求设计的产品体系包括鲜销、冻品、调理食品和即食食品四种，在 2007 年制定的“一城一代、一区一策”营销模式基础上，目前公司在国内已经形成了 10 个销售区域和“餐饮、休闲、团购、专卖”4 大销售渠道。通过糖酒会尝试跨界营销，公司将高端海参、鲍鱼制品带入高端消费市场。目前，公司已经铸造了獐子岛“北纬 39°”、“金牌鲍”、“马牙滩”、“獐子岛 1972”几个著名海参、鲍鱼品牌。

第七，近期业绩增长依赖虾夷扇贝新增产能放量

我们认为，公司未来短期内业绩增长主要源于虾夷扇贝的产能放量。虾夷扇贝是冷水养殖品种，由于对水温及盐度要求较高，国内养殖基地主要集中在烟台长岛及大连长海，而且养殖主体主要是个体养殖，且以浮筏养殖为主。浮筏养殖容易受到漏油污染及台风等气候和人为因素影响，风险较大，近年来浮筏养殖产量逐年萎缩，底播养殖产量逐年增长，公司底播养殖产量在 2009 年国内底播养殖市场占有率为 78.15%。

图 9：公司底播养殖虾夷扇贝的产量（吨）及公司底播养殖市场份额（%）



资料来源：长江证券研究部

根据公司近年投苗量以及新增海域面积，我们判断，未来三年公司扇贝收获量将稳定增长。

第八，盈利预测

基于公司未来产能的稳定释放以及对公司多年经营实力的判断，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.67 元、1.10 元和 1.47 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2259	3253	4993	6845	货币资金	477	734	499	685
营业成本	1484	2087	3344	4593	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	775	1166	1648	2252	应收账款	127	183	281	386
% 营业收入	34.3%	35.8%	33.0%	32.9%	存货	1716	2412	3865	5309
营业税金及附加	3	5	7	10	预付账款	98	137	220	302
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	3	4	0	0
销售费用	147	260	399	548	流动资产合计	2424	3475	4870	6685
% 营业收入	6.5%	8.0%	8.0%	8.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	127	221	339	465	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.6%	6.8%	6.8%	6.8%	长期股权投资	24	24	24	24
财务费用	47	31	26	33	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.1%	1.0%	0.5%	0.5%	固定资产合计	573	658	732	646
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	247	235	223	212
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	23	0	0	0	递延所得税资产	6	0	0	0
营业利润	470	648	877	1195	其他非流动资产	30	30	30	30
% 营业收入	20.8%	19.9%	17.6%	17.5%	资产总计	3304	4423	5879	7597
营业外收支	14	-100	10	0	短期贷款	419	0	156	344
利润总额	484	548	887	1195	应付款项	159	223	357	491
% 营业收入	21.4%	16.9%	17.8%	17.5%	预收账款	24	34	53	72
所得税费用	61	69	112	151	应付职工薪酬	44	62	100	138
净利润	422	479	774	1044	应交税费	14	16	26	35
归属于母公司所有者的净利润	422.8	478.9	774.2	1044.0	其他流动负债	512	748	1189	1633
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1173	1084	1882	2713
EPS (元/股)	0.59	0.67	1.09	1.47	长期借款	441	441	441	441
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	43	213	0	306	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	1613	1525	2323	3154
收回现金					归属于母公司	1686	2892	3550	4437
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	5	5	5	5
固定资产投资	-285	-233	-250	-118	股东权益	1691	2897	3556	4443
其他	-25	0	0	0	负债及股东权益	3304	4423	5879	7597
投资活动现金流净额	-310	-233	-250	-118	基本指标				
债券融资	498	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	799	0	0	EPS	0.594	0.673	1.089	1.468
银行贷款增加 (减少)	170	-419	156	187	BVPS	3.73	6.39	4.99	6.24
筹资成本	167	-103	-142	-190	PE	47.99	42.37	26.20	19.43
其他	-333	0	0	0	PEG	1.36	1.20	0.75	0.55
筹资活动现金流净额	501	277	15	-3	PB	7.66	4.46	5.71	4.57
现金净流量	234	257	-235	185	EV/EBITDA	34.97	23.82	18.70	14.11
					ROE	25.1%	16.6%	21.8%	23.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。