

东方海洋 (002086.sz)

多元发展进行时, 公司业绩稳增长

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-8634

eMail: twl@gf.com.cn

执业编号: S0260511020009

底播海参养殖规模最大企业, 产业链延伸谋发展

公司转型进行时, 海参业务渐放量。公司08年增发后, 战略进军海参养殖领域, 随着增发项目的逐步投产, 公司已是底播海参养殖规模最大企业, 预计今年海参总捕捞量或将超过800吨。谋求多元化发展, 布局胶原蛋白深加工与三文鱼养殖。

东方海洋谋多元发展进行时

1、海参:消费升级引领下, 公司海参业务“增增日上”。“消费升级”新时代, 海参消费需求快速增长。而公司地处山东烟台, 区位优势明显。加上山东“蓝色海洋”经济发展政策提振下, 东方海洋作为烟台海参养殖“大哥大”, 随着企业加大品牌、渠道建设力度, 企业竞争力进一步增强。**2、胶原蛋白:**市场空间大, 国产品牌具有成本优势。预计中国2015年, 胶原蛋白的市场需求量将达到约2万吨, 是2009年的2.5倍。而国内尚无优势本土品牌, 给公司胶原蛋白经营较大发展空间。**3、三文鱼:**中国需求增长迅速, 主攻中高端市场。我国三文鱼供给绝大部分依赖进口, 本土的规模化养殖还处于培育阶段, 尚未形成规模。而近年来, 我国三文鱼进口量均保持了超过20%的增长速度。快速增长的市场需求给本土企业成长提供广阔空间。公司作为国内首例大西洋三文鱼养殖企业, 如市场接受良好情况, 预计今年末公司首批三文鱼将上市销售, 并贡献业绩。

盈利预测与投资评级

预计公司2011-2013年EPS分别为0.44元、0.68元和0.87元。公司净利润未来3年复合增长率为42.26%, 现股价(15.65)对应PE分别为36X、23X和18X; 参考同类型上市企业今明两年估值水平, 给予公司2011年40倍PE和2012年30倍PE, 未来一年公司股票合理价格区间为17.60-20.40元, 给予公司“买入”评级。

风险提示

海产养殖遭受海洋污染或疫病风险; 海参捕捞规模低于预期风险; 销售渠道拓展速度低于预期风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	473.51	623.89	746.72	902.38	1046.72
增长率(%)	-15.46%	31.76%	19.69%	20.85%	16.00%
EBITDA(百万元)	94.27	153.61	179.89	238.18	279.43
净利润(百万元)	55.30	73.36	107.35	166.92	211.23
增长率(%)	20.54%	32.65%	46.33%	55.50%	26.54%
每股收益(元)	0.23	0.30	0.44	0.68	0.87
市盈率	59.26	61.33	38.89	25.01	19.76
市净率	3.02	3.88	3.30	2.91	2.54
EV/EBITDA	37.21	31.71	25.05	18.70	15.32

数据来源: 山东东方海洋科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	15.65 元
合理价值	20.40 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	15.93	-7.45	-26.25
沪深 300	6.31	-7.13	-19.77

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

244/235

主要股东:

山东东方海洋集团有限公司

主要股东持股比例 25.02%

流通 A 股比例 96.31%

财务比率

ROE	6.32%
ROA	4.17%
资产负债率	37.11%

2010 年报数据

目录索引

底播海参养殖规模最大企业，产业链延伸谋新发展	4
（一）海参养殖占比快速提升	4
（二）公司转型进行时，海参业务渐放量	4
（三）谋求多元化发展，布局胶原蛋白深加工与大西洋三文鱼养殖项目	5
东方海洋谋多元发展进行时	6
（一）海参：消费升级引领下，公司海参业务“增增日上”	6
（二）胶原蛋白：市场空间大，国产品牌具有成本优势	7
（三）三文鱼：中国需求增长迅速，主攻中高端市场	8
盈利预测与投资评级	10
（一）盈利假设	10
（二）盈利预测与投资评级	10
风险提示	10
（一）海产养殖遭受海洋污染或疫病风险。	10
（二）公司海参捕捞规模低于预期风险。	11
（三）销售渠道拓展速度低于预期风险。	11

图表索引

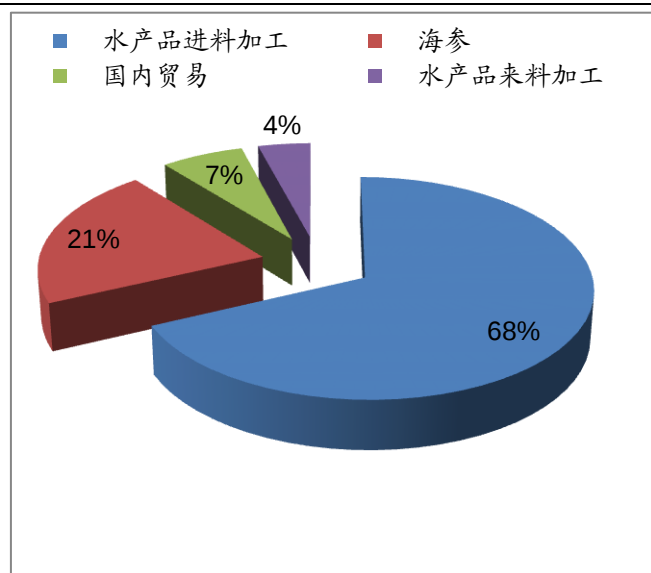
图 1：2011 年中报公司主营业务构成	4
图 2：海参养殖业务收入快速增长	4
图 3：公司海参销售规模与毛利变化	5
图 4：人均收入增加刺激海产品消费增长	6
图 5：比较显示中国海产消费空间巨大	6
图 6：山东海参产量	7
图 7：中国胶原蛋白市场需求	7
图 8：2008 年世界主要国家大西洋三文鱼进口占比	8
图 9：主要国家三文鱼产量	9
图 10：中国从挪威三文鱼进口量变化（部分数据为推算值）	9
图 11：三文鱼国际价格	9

底播海参养殖规模最大企业，产业链延伸谋发展

（一）海参养殖占比快速提升

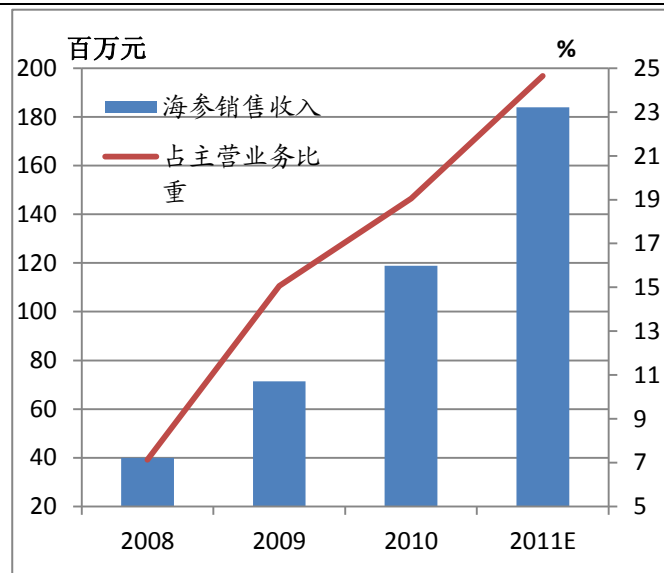
公司地处山东省烟台市，是以经营海产品加工、海参养殖销售、海带苗养殖销售和胶原蛋白深加工的国家重点农业龙头企业。2008年以前，公司主要收入来源为各类海产品的加工业务，2008年后，公司抓住中国处于消费转型期对高端海产品消费需求快速增长的市场机遇，大力发展海参养殖业务。随着公司增发项目的逐步投产，公司海参养殖销售业务收入占比快速提升。2011年中报数据显示，海参养殖销售业务收入对营业收入的贡献为19.23%，同比增长51.56%；毛利润贡献为55.77%，同比增长35.27%；海参养殖销售业务已成为公司利润主要来源。

图 1：2011 年中报公司主营业务构成



数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

图 2：海参养殖业务收入快速增长

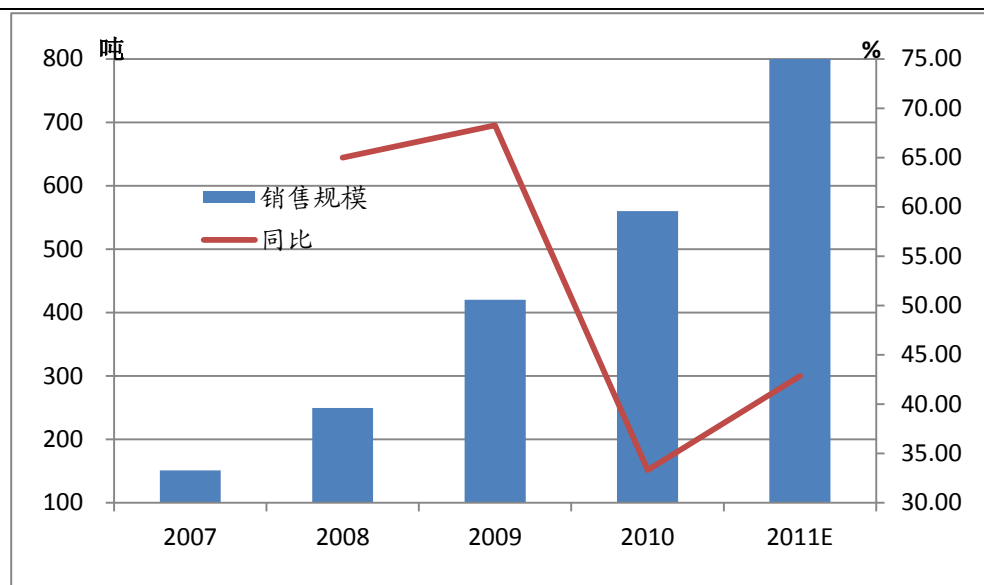


数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

（二）公司转型进行时，海参业务渐放量

公司08年增发后，战略进军海参养殖行业，随着增发项目的逐步投产，公司目前是上市企业中实际底播海参养殖规模最大企业，预计今年海参总捕捞销售量将超过800吨。公司海参养殖采取“滚动投苗、滚动收获”的方式，那么随着海底生态环境的不断优化，公司单位产量将有进一步提升可能。

图 3：公司海参销售规模与毛利变化



数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

（三）谋求多元化发展，布局胶原蛋白深加工与大西洋三文鱼养殖项目

公司利用现有资源优势，发展胶原蛋白深加工业务，虽然目前，公司胶原蛋白业务尚未大幅贡献公司业绩，但随着公司“健”字号资质的取得和销售渠道的配备，预计后期此项业务将成为公司新的利润增长点。另外，公司与当地科研院校合作开展的“大西洋三文鱼”养殖业务，将于今年年末开始产生盈利。今后，公司定为于“高纯度海洋生态食品创造者”，契合地区“蓝色海洋”经济发展规划，将深度开发自有海洋资源优势。

东方海洋谋多元发展进行时

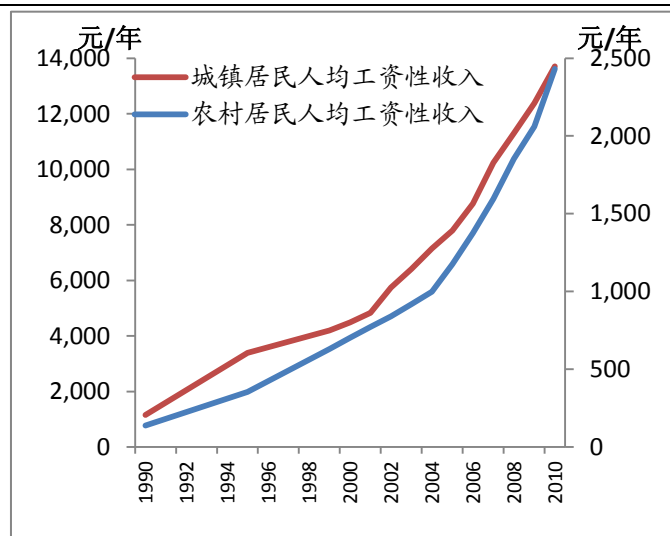
（一）海参：消费升级引领下，公司海参业务“增增日上”

1、“消费升级”新时代，海参消费需求快速增长

按照国际货币基金组织（IMF）公布的数据，中国2010年的人均GDP已达到4382美元，这意味着中国已经进入了“消费升级”的关键时期。“消费升级”对农业的主要贡献，将表现为：消费大众，对基础食品更为注重质量，且愿意为具有“健康、养生”功效的食品支付较高的金钱。其中，以海参为代表的海珍品具有高蛋白、低脂肪、富含不饱和脂肪酸等特点，顺应绿色、健康的消费升级主题，近年来倍受市场欢迎。

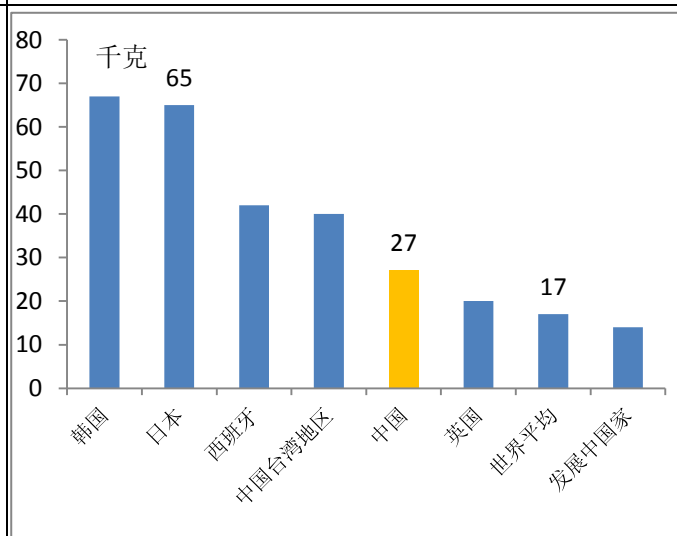
虽然，目前没有公开的数据说明海参消费量的变化，但我们在以前的海产深度报告中，分析了我国收入变化趋势对海产品消费的积极影响；人口结构变化将带来的海产品消费升级趋势；加上我们多次实地调研大连、威海、烟台等地的海鲜养殖户与大型批发市场。种种因素从不同侧面证实，海参作为具有保健功效的高端海珍品，市场需求快速增长，且随着各公司推广力度的加大，行业正处于自下而上的快速成长中。以目前四家上市的海产养殖企业为例，无一例外的选择大力发展海参养殖，也是市场发展趋势的佐证。

图 4：人均收入增加刺激海产品消费增长



数据来源：中国统计年鉴 2010、广发证券研究发展中心

图 5：比较显示中国海产消费空间巨大



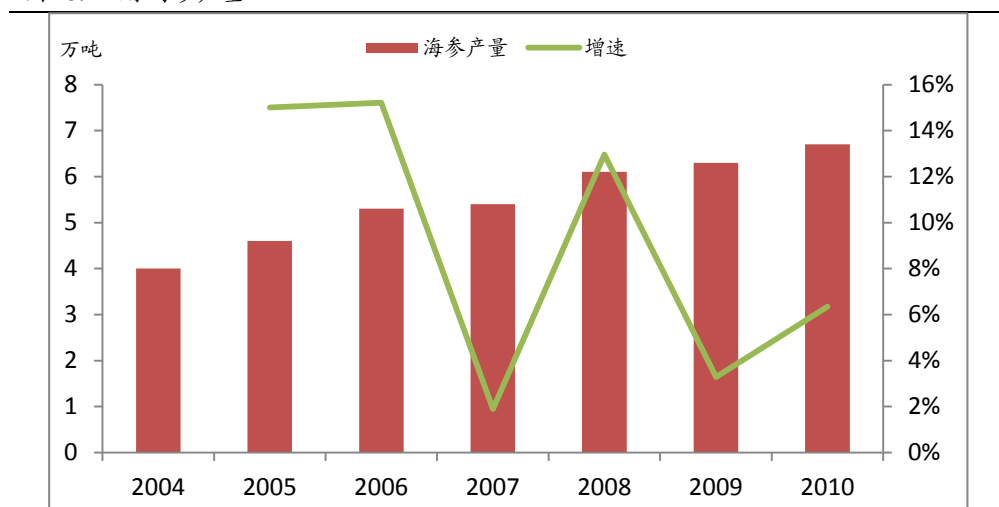
数据来源：FAO、广发证券研究发展中心

2、山东“蓝色海洋”经济发展，区位优势明显

“十二五”期间，山东省提出：大力发展蓝色海洋经济。海产养殖行业作为传统优势行业，将受益于地区政策提振，快速发展。根据山东省海参行业高峰论坛披露数据，山东省海参年产量在过去六年增长近一倍，产值达131亿元，占全国海参养殖总产量的60%以上。其中，烟台市海参养殖面积约25万亩，占全省海参增养殖面积的44.65%、全国的16.67%；烟台市海参产量达到2.3万吨，占全省产量38.34%、全国产量23%。目前，烟台海参养殖较为分散，有市场影响力的品牌较少。因此我们认为，目前区域重视养殖行业发展，将给与政策支持的前提下，上市企业作为行业的先行者，将具有绝对的资源

整合优势。而东方海洋作为烟台海参养殖“大哥大”，随着企业加大品牌、渠道建设力度，企业竞争力将进一步增强。

图 6：山东海参产量



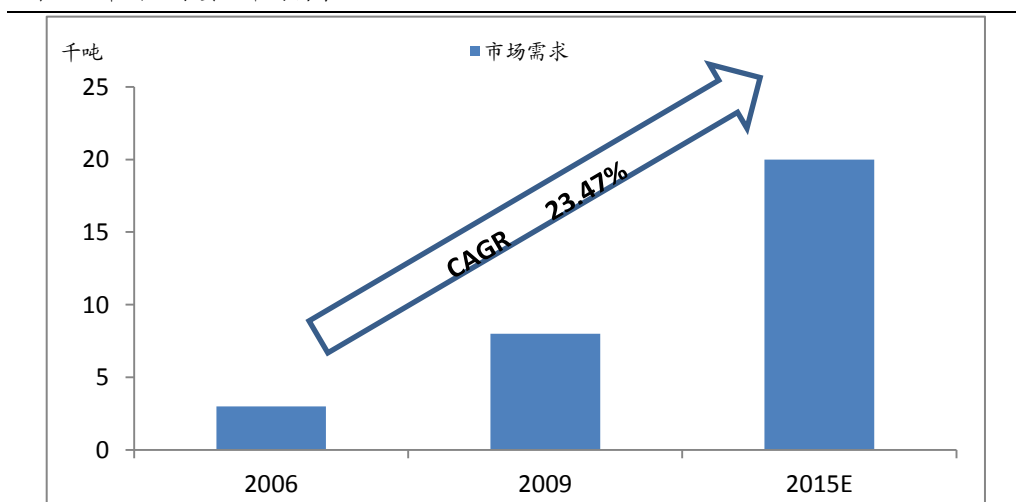
数据来源：山东统计局，广发证券发展研究中心

（二）胶原蛋白：市场空间大，国产品牌具有成本优势

“爱美之心，人皆有之”，胶原蛋白作为优质的美容佳品，市场空间大。预计中国2015年，胶原蛋白的市场需求量将达到约2万吨，是2009年的2.5倍。胶原蛋白类保健品和食品在欧美和日本等发达国家较为普及。2008年，世界胶原蛋白的市场需求量已达2800万吨，销售额800亿美元，过去十年间平均复合增长率接近18%，其中欧洲、美国综合市占率接近60%，亚洲地区的市场份额仅为15%。

国内方面，国产胶原蛋白种类繁多，缺乏统一标准，品牌认可度低，但具有较强的成本优势。而胶原蛋白作为定位中高端消费群体的保健商品，品牌成为消费者选择产品的重要影响因素。东方海洋目前已取得国家“健”字号的生产销售许可，且已聘请家喻户晓的知名明星代言，后期随着宣传力度的加大，预计公司此项业务发展或将提速，并逐渐贡献公司业绩。

图 7：中国胶原蛋白市场需求



数据来源：广发证券发展研究中心

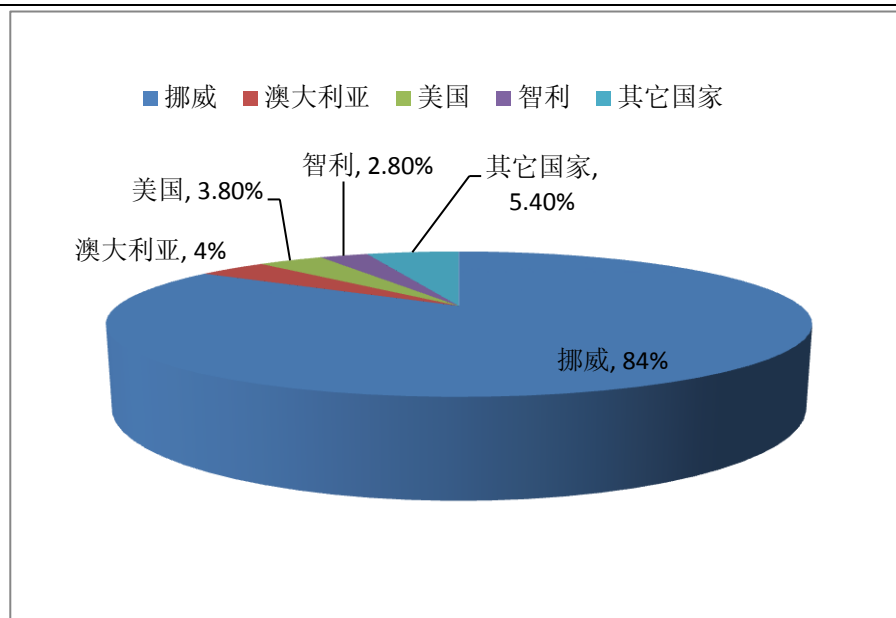
（三）三文鱼：中国需求增长迅速，主攻中高端市场

1、日食文化引领，全球三文鱼消费潮

近年来，随着日食风潮吹遍全球，三文鱼（salmon）作为主要食材倍受欢迎。三文鱼的饮食文化，起源于欧洲和日本，消费目标群体是对外来饮食文化认可度比较高的青年群体和饮食消费档次相对较高的中产富裕阶层。除日式餐馆以外，商务餐，航空和自助餐等新兴饮食方式的兴起为三文鱼打开了很大的市场空间。

根据世界自然基金组织的研究报告，全球的野生三文鱼已经濒临灭绝。人工养殖是目前市场流通三文鱼的主要来源。目前，市场消费的主要是大西洋三文鱼，其养殖量预计已超过三文鱼市场总供给量的90%。其中，挪威是世界最大的大西洋三文鱼生产国。2010年，其三文鱼和鲑鳟鱼养殖量，约占全球养殖三文鱼的66%；三文鱼和鲑鳟鱼出口总额达325亿挪威克朗，同比增长26.95%。

图 8：2008 年世界主要国家大西洋三文鱼进口占比



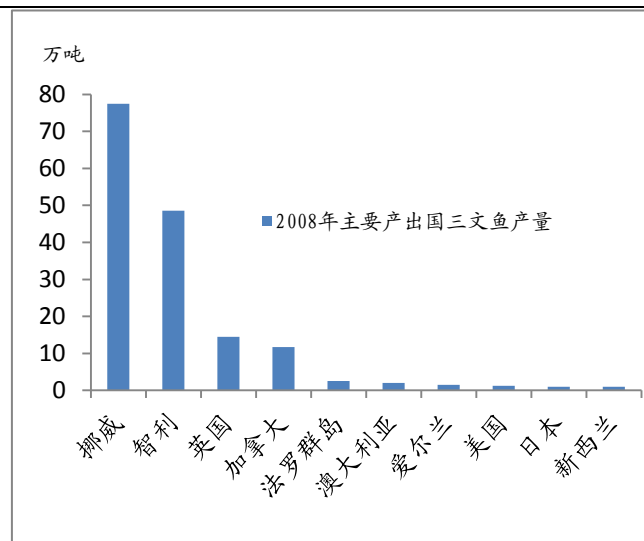
数据来源：《中国渔业报》广发证券研究发展中心

2、中国三文鱼需求增长迅速

目前，我国三文鱼供给绝大部分依赖进口，本土的规模化养殖还处于培育阶段，尚未形成规模。而挪威三文鱼自1995年进入中国市场以来，随着中国经济的崛起，中层收入人群的增加，对其进口量均保持了超过20%的增长速度。

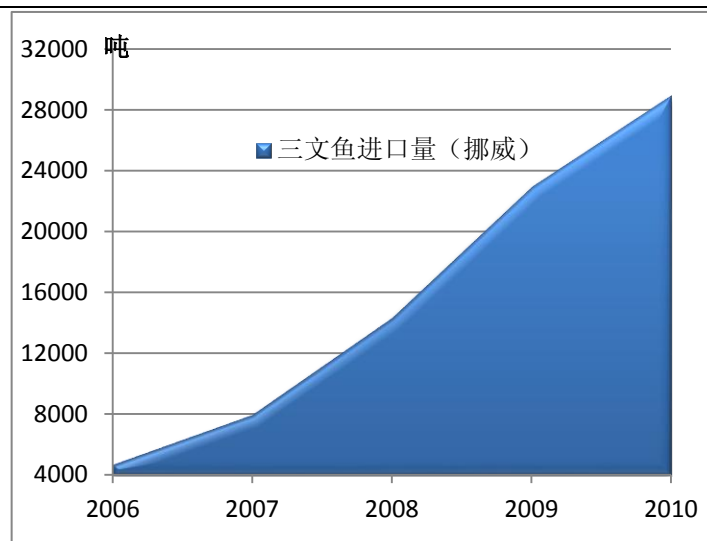
目前，中国已经成为挪威三文鱼进口量增长最快的地区；是继日本之后，挪威三文鱼在亚洲最重要的消费市场。根据挪威外贸局的资料，2010年中国及中国香港地区进口挪威产三文鱼超过2.9万吨，同比增长26%。

图 9：主要国家三文鱼产量



数据来源：《中国渔业报》 广发证券发展研究中心

图 10：中国从挪威三文鱼进口量变化（部分数据为推算值）



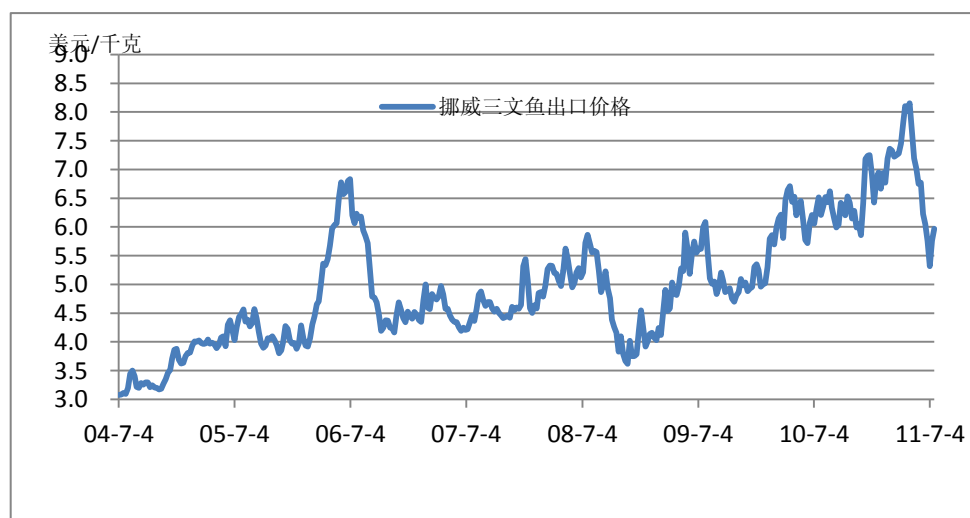
数据来源：广发证券发展研究中心

3、国际三文鱼供需紧偏，价格或将企稳回升

三文鱼在国际市场上供给较为集中，挪威和智利是最大的两个生产国，合计拥有约80%的市场份额。2006年智利三文鱼养殖行业处于鼎盛时期，出口额达25亿美元，2010年在经历了2008年和2009年的ISA(三文鱼传染贫血症)病毒危机之后，出口下滑为14.7亿美元。由于智利供给的减少，同时挪威的三文鱼生产监管部门为产量的增加设定了上限，致使全球三文鱼近两年的供给面偏紧。加之中国，美国，俄罗斯等国家的三文鱼需求旺盛，推动了整个三文鱼行业景气度向上。挪威三文鱼销售价格在2010年底至2011年初不断创出新高。

但近期，随着智利疫病危机的缓解，以及进口国需求受高价抑制，国际三文鱼价格快速下跌。但目前国际三文鱼价格已接近历史均价附近，进一步下跌空间有限，因此预计后市在旺盛需求带动下价格将逐步企稳回升。

图 11：三文鱼国际价格



数据来源：bloomberg 广发证券研究发展中心

4、公司大西洋三文鱼养殖成功在望，未来业绩可期

2010年4月，公司引进首批挪威三文鱼（大西洋鲑）卵，进行养殖。目前该批三文鱼平均体重已超过2公斤，成活率近90%（20万尾），此后公司又分两次引进约45万尾三文鱼卵。如果市场接受情况良好，预计公司今年末将开始销售首批三文鱼。但考虑到目前国际三文鱼价格偏低，且公司养殖三文鱼品质尚待确认，市场开拓前期费用率较高等问题，预计三文鱼养殖业务年内难以有效贡献公司业绩。但我国三文鱼消费市场快速增长前提下，如果公司三文鱼品质上乘，那么公司此项业务未来前景将非常可观。

盈利预测与投资评级

（一）盈利假设

1. 假设2011-2013年，公司海参捕捞量分别为800吨，1100吨和1320吨；海参销售毛利率稳定在65%。
2. 假设2011-2013年，公司海参销售均价受消费升级与通胀提振分别为230元/公斤、240元/公斤和250元/公斤。
3. 假设2011-2013年，公司海带苗与大鲛平收入规模与毛利水维持稳定。
4. 假设公司其他收入正常贡献公司利润。

（二）盈利预测与投资评级

预计公司2011-2013年营业收入分别为7.47亿元、9.02亿元和10.47亿元；归属母公司净利润分别为1.07亿元、1.67亿元和2.11亿元；对应EPS分别为0.44元、0.68元和0.87元。公司净利润未来3年复合增长率为42.26%，现股价（15.65）对应PE分别为36X、23X和18X。参考同类型上市企业今明两年估值水平，给予公司2011年40倍PE和2012年30倍PE，未来一年公司股票合理价格区间为17.60-20.40元。考虑到公司胶原蛋白深加工与三文鱼养殖业务潜在的业绩贡献能力，公司今后业绩或有大幅增长可能，给予公司“买入”评级。

风险提示

（一）海产养殖遭受海洋污染或疫病风险。

海参对养殖海域环境较为敏感，如发生大幅海洋污染事件，将导致公司巨大损失。且如有疫病发生，将使公司各项养殖项目遭受难以估量损失。

（二）公司海参捕捞规模低于预期风险。

海参捕捞受天气影响较大，如果遭遇极端天气影响捕捞进程，或将导致公司捕捞规模低于预期，引发股价波动风险。

（三）销售渠道拓展速度低于预期风险。

公司胶原蛋白加工品、海参加工品与三文鱼销售渠道均处于开拓中，如有意外发生，或将引起公司产品滞销，库存上升风险。

资产负债表

单位：百万元

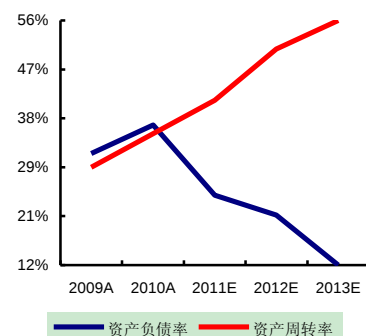
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	632	747	541	669	742
货币资金	180	203	-24	-37	-41
应收及预付	126	123	183	220	230
存货	324	415	382	486	553
其他流动资产	1	5	0	0	0
非流动资产	1,000	1,139	1,167	1,170	1,149
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	599	1,051	1,080	1,083	1,061
在建工程	323	10	10	10	10
无形资产	78	78	78	78	78
其他长期资产	0	0	0	0	0
资产总计	1,632	1,886	1,708	1,840	1,890
流动负债	456	631	379	343	183
短期借款	366	493	271	205	27
应付及预收	90	93	107	138	155
其他流动负债	0	45	0	0	0
非流动负债	65	69	37	37	37
长期借款	45	37	37	37	37
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	32	0	0	0
负债合计	520	700	416	380	220
股本	244	244	244	244	244
资本公积	683	683	683	683	683
留存收益	159	232	340	507	718
归属母公司股东权益	1,086	1,160	1,267	1,434	1,645
少数股东权益	25	26	26	26	26
负债和股东权益	1,632	1,886	1,708	1,840	1,890

利润表

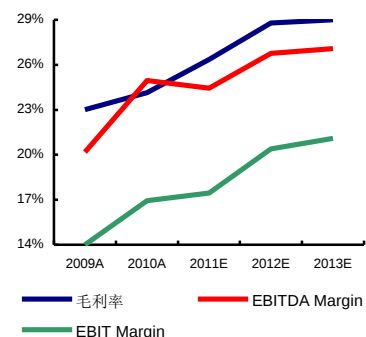
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	474	624	747	902	1047
营业成本	366	476	553	646	747
营业税金及附加	2	2	3	3	4
销售费用	9	16	22	27	31
管理费用	32	26	41	45	47
财务费用	19	35	25	19	11
资产减值损失	-4	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	50	70	103	162	207
营业外收入	7	7	6	6	6
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	57	76	108	168	212
所得税	0	1	1	1	1
净利润	57	75	107	167	211
少数股东损益	1	2	0	0	0
归属母公司净利润	55	73	107	167	211
EBITDA	94	154	180	238	279
EPS (元)	0.23	0.30	0.44	0.68	0.87

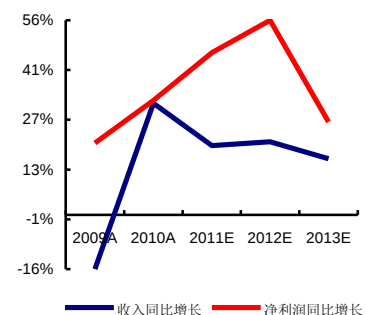
资产负债率趋势



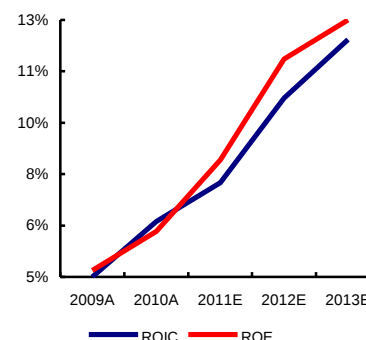
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

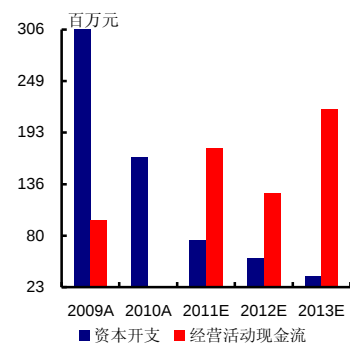
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	96	23	175	126	219
净利润	55	73	107	167	211
折旧摊销	29	50	52	57	62
营运资金变动	-10	-126	-6	-111	-59
其它	21	26	22	13	5
投资活动现金流	-306	-166	-74	-55	-35
资本支出	-306	-166	-74	-55	-35
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-71	166	-327	-85	-188
银行借款	725	850	-222	-66	-178
债券融资	-778	-679	-77	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-18	-5	-28	-18	-11
现金净增加额	-281	23	-227	-13	-4
期初现金余额	461	180	203	-24	-37
期末现金余额	180	203	-24	-37	-41

主要财务比率

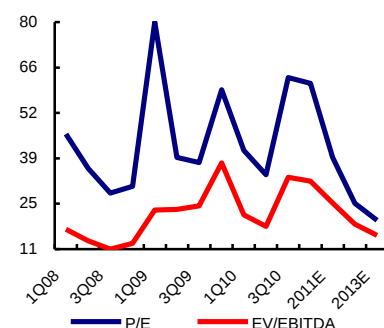
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-15.5%	31.8%	19.7%	20.8%	16.0%
营业利润	12.4%	39.7%	46.8%	57.9%	27.3%
归属于母公司净利润	20.5%	32.6%	46.3%	55.5%	26.5%
获利能力					
毛利率	22.7%	23.8%	26.0%	28.4%	28.6%
净利率	12.0%	12.1%	14.4%	18.5%	20.2%
ROE	5.1%	6.3%	8.5%	11.6%	12.8%
ROIC	4.9%	6.6%	7.8%	10.4%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	31.9%	37.1%	24.3%	20.7%	11.6%
净负债比率	20.8%	31.4%	25.7%	19.1%	6.3%
流动比率	1.39	1.18	1.43	1.95	4.06
速动比率	0.57	0.51	0.30	0.39	0.78
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.35	0.42	0.51	0.56
应收账款周转率	6.20	7.32	6.97	6.80	7.03
存货周转率	1.27	1.29	1.45	1.33	1.35
每股指标 (元)					
每股收益	0.23	0.30	0.44	0.68	0.87
每股经营现金流	0.39	0.09	0.72	0.52	0.90
每股净资产	4.45	4.76	5.20	5.88	6.75
估值比率					
P/E	59.3	61.3	38.9	25.0	19.8
P/B	3.0	3.9	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	37.2	31.7	25.1	18.7	15.3

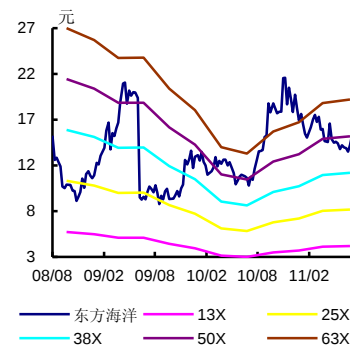
资本支出与经营活动现金流



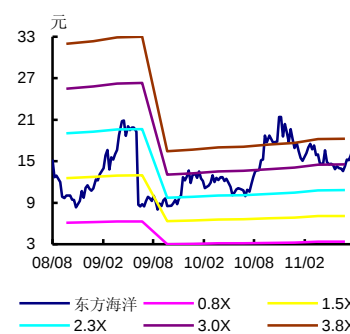
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

李 冰，研究助理，东京农业大学农学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。