

獐子岛 (002069.SZ) 肉禽鱼产品行业

评级：买入 维持评级

公司点评

陈振志

分析师 SAC 执业编号：S1130511030027
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

对股权激励草案修订的点评

事件

獐子岛发布公告：根据中国证监会沟通反馈意见，公司对此前披露的股票期权激励计划草案进行修订、补充和完善。该草案修订稿尚需股东大会审议。

评论

原有股票期权激励计划草案概况：

- **期权数量。**该计划拟向激励对象授予 1000 万份股票期权，其中首次授予股票期权 959 万份，预留股票期权 41 万份。该计划涉及的标的股票数量共 1000 万股，占目前公司股本总额的比例为 1.41%，股票来源为公司向激励对象定向发行股票。
- **激励对象。**该计划的激励对象为公司的董事、高级管理人员及公司董事会认为应当激励的其他员工，不包括独立董事、监事。首次授予激励对象人数为 142 人，占公司目前在册员工总数的 3.27%。
- **期限和行权价格。**激励计划的有效期限为自股票期权授权日起 4 年内有效，行权考核年度为 2011-2013 年，分年度进行绩效考核并行权，每个会计年度考核一次，以达到绩效考核目标作为激励对象的行权条件。首次授予股票期权的行权价格为 29.50 元。
- **行权条件。**(1) 第一个行权期：以 2010 年净利润为基数，2011 年净利润增长率不低于 25%，2011 年度加权平均净资产收益率不低于 14%；(2) 第二个行权期：以 2010 年净利润为基数，2012 年净利润增长率不低于 56%，2012 年度加权平均净资产收益率不低于 15%；(3) 第三个行权期：以 2010 年净利润为基数，2013 年净利润增长率不低于 95%，2013 年度加权平均净资产收益率不低于 16%。(注：2010 年、2011 年、2012 年、2013 年净利润指归属于上市公司股东的净利润)

股票期权激励计划草案修改后的概况：

- **期权数量。**该计划拟向激励对象授予 1000 万份股票期权，其中首次授予股票期权 923.5 万份，预留股票期权 76.5 万份。该计划涉及的标的股票数量共 1000 万股，占目前公司股本总额的比例为 1.41%，股票来源为公司向激励对象定向发行股票。
- **激励对象。**该计划的激励对象为公司的董事、高级管理人员及公司董事会认为应当激励的其他员工，不包括独立董事、监事。首次授予激励对象人数为 136 人，占公司目前在册员工总数的 3.13%。
- **期限和行权价格。**激励计划的有效期限为自股票期权授权日起 4 年内有效，行权考核年度为 2011-2013 年，分年度进行绩效考核并行权，每个会计年度考核一次，以达到绩效考核目标作为激励对象的行权条件。首次授予股票期权的行权价格为 29.50 元。
- **行权条件。**(1) 第一个行权期：以 2010 年净利润为基数，2011 年净利润增长率不低于 25%，2011 年度加权平均净资产收益率不低于 14%；(2) 第二个行权期：以 2010 年净利润为基数，2012 年净利润增长率不低于 56%，2012 年度加权平均净资产收益率不低于 15%；(3) 第三个行权期：以 2010 年净利润为基数，2013 年净利润增长率不低于 95%，2013 年度加权平均净资产收益率不低于 16%。(注：2010 年、2011 年、2012 年、2013 年净利润指标以归属于上市公司股东的净利润与归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润中的孰低者为计算依据)

我们的观点：(1) 公司此次股权激励草案的修改更多是根据管理层人员的变动和证监会的要求进行相应的修订和完善，并没有触及行权价格和绩效考核目标等核心要素；(2) 激励计划的激励对象涉及范围广，如果能最终实施，则对公司的经营和业绩增长影响较为积极。根据相关行权条件和公司目前的基本面趋势，在激励计划的进一步驱动之下，公司未来 3 年业绩翻倍将是大概率事件，而且也很可能成为业绩增长的一条底线；(3) 虽然近期扇贝的市场价格从此前的 11 元/公斤回落至 9 元/公斤，但是由于公司的底播虾夷扇贝具有品质差异化和定价权的原因，公司的虾夷扇贝价格仍然坚挺，基本维持在 26-27 元/公斤。基于底播贝替代浮筏贝趋势的推进、公司营销终端控制力提升和销售旺季等利好因素，我们近期看好公司产品的销售放量，维持对公司的推荐。

投资建议

维持对公司 11 年-13 年 EPS 分别为 0.75 元、1.13 元和 1.58 元的盈利预测，维持“买入”评级，目标价 33.6 元。

图表1：獐子岛养殖业务销售预测表

虾夷扇贝鲜活品							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总产量（万吨）	1.21	1.78	3.47	5.05	6.14	7.70	9.50
鲜活品销售占比(%)	84.80%	78.46%	54.76%	52.00%	61.00%	61.00%	68.00%
鲜活品销售量（万吨）	1.02	1.40	1.90	2.63	3.75	4.70	6.46
增速	13.69%	36.59%	35.95%	38.21%	42.63%	25.41%	37.53%
销售单价（万元/吨）	2.62	1.88	1.83	2.30	2.60	2.73	2.87
增速	-4.03%	-28.24%	-2.66%	25.68%	13.04%	5.00%	5.00%
销售收入（百万元）	268.08	262.75	347.70	603.98	973.80	1282.28	1851.76
增速	9.11%	-1.99%	32.33%	73.71%	61.23%	31.68%	44.41%
毛利率	67.00%	58.00%	65.00%	71.00%	74.00%	74.00%	75.00%
毛利（百万元）	179.61	152.39	226.01	428.83	720.61	948.89	1388.82
海参鲜活品							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总产量（吨）	274.03	524.98	595.04	575.88	599.88	548.04	575.88
鲜活品销售占比(%)	12.59%	68.04%	48.73%	49.00%	50.00%	50.00%	50.00%
鲜活品销售量（吨）	34.50	357.20	289.97	282.18	299.94	274.02	287.94
增速	-73.26%	935.36%	-18.82%	-2.69%	6.29%	-8.64%	5.08%
销售单价（万元/吨）	19.99	16.30	16.80	21.00	22.05	23.15	24.31
增速	38.85%	-18.48%	3.06%	25.01%	5.00%	5.00%	5.00%
销售收入（百万元）	6.90	58.22	48.71	59.26	66.14	63.44	70.00
增速	-62.87%	744.03%	-16.34%	21.66%	11.61%	-4.07%	10.33%
毛利率	71.98%	60.00%	61.19%	63.00%	68.00%	70.00%	71.00%
毛利（百万元）	4.97	34.93	29.80	37.33	44.97	44.41	49.70
鲍鱼鲜活品							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总产量（吨）	296.33	682.88	947.47	1200.00	1300.00	1500.00	1900.00
鲜活品销售占比(%)	0.98	0.95	0.97	0.96	0.96	0.96	0.96
鲜活品销售量（吨）	289.00	648.70	916.00	1152.00	1248.00	1440.00	1824.00
增速		124.46%	41.21%	25.76%	8.33%	15.38%	26.67%
销售单价（万元/吨）	20.69	15.45	17.26	23.00	25.00	25.00	24.25
增速	-34.09%	-25.33%	11.72%	33.26%	8.70%	0.00%	-3.00%
销售收入（百万元）	59.79	100.22	158.10	264.96	312.00	360.00	442.32
增速		67.62%	57.75%	67.59%	17.75%	15.38%	22.87%
毛利率	41.00%	22.00%	23.00%	24.00%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利（百万元）	24.52	22.05	36.36	63.59	78.00	90.00	110.58

来源：国金证券研究所

图表2：獐子岛加工业务销售预测表

虾夷贝柱							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产量 (吨)	1753.80	213.10	1472.30	1545.92	1855.10	2226.12	2671.34
增速	150.54%	-87.85%	590.90%	5.00%	20.00%	20.00%	20.00%
销量 (吨)	651.90	1198.50	1306.70	1509.11	1700.51	2040.61	2448.73
产销率 (%)	37.17%	562.41%	88.75%	97.62%	91.67%	91.67%	91.67%
销售单价 (万元/吨)	5.82	6.73	5.90	6.48	6.81	7.15	7.51
增速	4.30%	15.49%	-12.35%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售收入 (百万元)	37.97	80.61	77.04	97.86	115.79	145.90	183.83
增速	-18.39%	112.32%	-4.44%	27.04%	18.32%	26.00%	26.00%
半壳虾夷贝							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产量 (吨)	1,565.50	2,114.40	3,056.00	3,667.20	4,584.00	5,959.20	7,746.96
增速	123.64%	35.06%	44.53%	20.00%	25.00%	30.00%	30.00%
销量 (吨)	1,242.70	1,805.90	2,968.00	3,361.60	4,125.60	5,271.60	6,853.08
产销率 (%)	79.38%	85.41%	97.12%	91.67%	90.00%	88.46%	88.46%
销售单价 (万元/吨)	1.91	2.26	1.54	1.65	1.73	1.81	1.81
增速	10.64%	18.70%	-32.07%	7.03%	5.00%	5.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	23.69	40.86	45.63	55.31	71.28	95.63	124.32
增速	74.47%	72.50%	11.65%	21.23%	28.86%	34.17%	30.00%
虾夷贝柱连籽							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产量 (吨)	234.50	440.00	568.50	1,591.80	1,910.16	2,483.21	3,228.17
增速	-66.50%	87.63%	29.20%	180.00%	20.00%	30.00%	30.00%
销量 (吨)	553.60	433.10	488.50	1,080.15	1,750.98	2,196.68	2,855.69
产销率 (%)	236.08%	98.43%	85.93%	67.86%	91.67%	88.46%	88.46%
销售单价 (万元/吨)	5.82	6.73	5.90	5.76	6.05	6.35	6.35
增速	6.89%	15.49%	-12.35%	-2.33%	5.00%	5.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	32.24	29.13	28.80	62.20	105.87	139.45	181.29
增速	-39.58%	-9.65%	-1.14%	115.97%	70.21%	31.73%	30.00%
盐渍海参							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产量 (吨)	64.00	20.80	10.60	53.00	63.60	82.68	107.48
增速	62.91%	-67.50%	-49.04%	400.00%	20.00%	30.00%	30.00%
销量 (吨)	24.50	11.50	50.10	31.80	58.30	73.14	95.08
产销率 (%)	38.28%	55.29%	472.64%	60.00%	91.67%	88.46%	88.46%
销售单价 (万元/吨)	156.03	200.47	125.81	188.88	198.32	208.24	208.24
增速	73.37%	28.48%	-37.24%	50.14%	5.00%	5.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	38.23	23.05	63.03	60.06	115.62	152.31	198.00
增速	32.73%	-39.69%	173.40%	-4.70%	92.50%	31.73%	30.00%
其他加工品							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (百万元)	95.60	236.24	382.27	484.50	581.40	697.68	837.22
增速	48.99%	147.10%	61.82%	26.74%	20.00%	20.00%	20.00%
水产加工业务汇总							
销售收入 (百万元)	227.73	409.90	596.76	759.94	989.96	1,230.97	1,524.65
业务成本 (百万元)	186.74	356.83	526.63	593.83	782.07	984.77	1,234.97
毛利率	18.00%	12.95%	11.75%	21.86%	21.00%	20.00%	19.00%
毛利 (百万元)	40.99	53.07	70.13	166.10	207.89	246.19	289.68

来源：国金证券研究所