

增发尘埃落定，业绩驶入快车道

事件：

公司于11月30日公告了非公开增发的结果，发行价格为11.45元，募集资金净额10.91亿元，拟投向海参养殖、人工鱼礁、海参育苗等三个项目。同时，我们于近期走访了烟台威海等地的海鲜市场，并前往东方海洋莱州湾海域、好当家围堰养殖区实地考察了海参捕捞与消费情况。

我们的分析：

- **秋季捕捞期捕捞情况理想，全年捕捞量有望接近2200吨。**公司现有海参养殖面积2.6万亩，今年有效捕捞面积1.8万亩。秋季捕捞期在10月初到12月上旬。10月中旬开始大规模捕捞。今年天气情况较好，只有1-2天不能捕捞，我们预计下半年捕捞量1100吨左右，加上上半年实际捕捞1064吨，全年有望接近2200吨，同比提升超过60%。（见图表1）
- **海参价格稳中有升，供销两旺。**目前进入冬季进补期，根据我们对当地市场的调研，海参需求旺盛。公司目前现场鲜销海参价格在184元/kg左右，与上半年均价持平，随着消费旺季到来和大规模捕捞期结束，我们预计价格有望继续上扬。
- **未来两年海参业务增长主要看点在于“亩产提高”和“毛利率提升”。**公司2010/2011/2012年的有效捕捞面积分别为1.4万亩/1.8万亩/2.6万亩，新增1万亩围堰2015年才能开始贡献业绩。从养殖面积上公司未来几年增速不算快。主要增长来源依赖于亩产和毛利率的提升。过去公司亩产长期处于低水平（2010年亩产不足80kg），而围堰养殖的行业平均水平可以达到200-250kg。究其原因，一是由于此前投苗密度比较低，二是由于过去淤泥底导致海参成活率下降。从09年起，公司投苗量大幅提高。（见图表2）同时对现有2.6万亩水域进行了精养池改造。今年捕捞量大幅提升正是得益于第一批0.8万亩精养池开始收获。随着公司精养池逐步进入收获期，我们保守假设未来亩产提升至150kg，预计公司年捕捞潜力达4000吨。由于成本摊销固定，随着捕捞量提升，预计毛利率提升明显。
- **非公开增发获大股东和大机构认可。**此次非公开增发好当家集团作为大股东以1.2亿元现金认购其中1048万股，占本次增发总股数的10.82%，此外，值得注意的是，剩余股份大部分被博时、广发、易方达、大成等大基金认购，体现了大机构对公司发展的信心。
- **维持公司买入评级，目标价14.5元。**我们预计公司2011-13年海参实现销售分别为2,050/3,100/3,650吨，基于海参均价188/185/200元/kg的假设，预测公司2011-13年EPS分别为0.31、0.47、0.56元（已考虑增发摊薄），按照行业平均PEG=0.55，给予2012年31XPE，对应目标价14.5元，维持公司“买入”评级。
- **股价催化剂：**海参价格上涨，参混混养效益高于预期
- **风险因素：**经济下滑影响海参消费，自然及人为灾害影响成活率



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨宝峰

8621-63325888 × 6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

欧阳靖

8621-63325888 × 6046

ouyangjing@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价（2011年12月6日） 11.36元

目标价格 14.50元

总股本/A股（亿股） 7.3

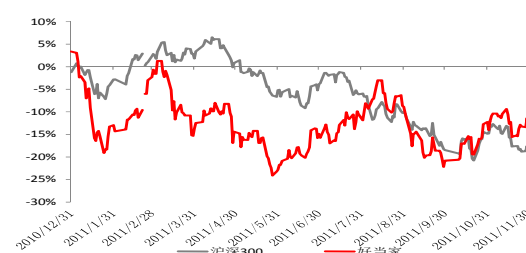
A股市值（亿元） 82.9

国家/地区 中国

行业 农林牧渔业

报告发布日期 011年12月6日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	774	991	1,230	1,463
营业利润	144	234	356	422
归属净利润	143	226	345	409
EBITDA	234	339	462	532
每股收益（元）	0.20	0.31	0.47	0.56
ROE(%)	10.1%	13.7%	17.3%	17.0%
市盈率(X)	58	36	24	20

相关报告

时间

未来三年高速增长 2011-4-2

海参持续放量的开始 2011-7-29

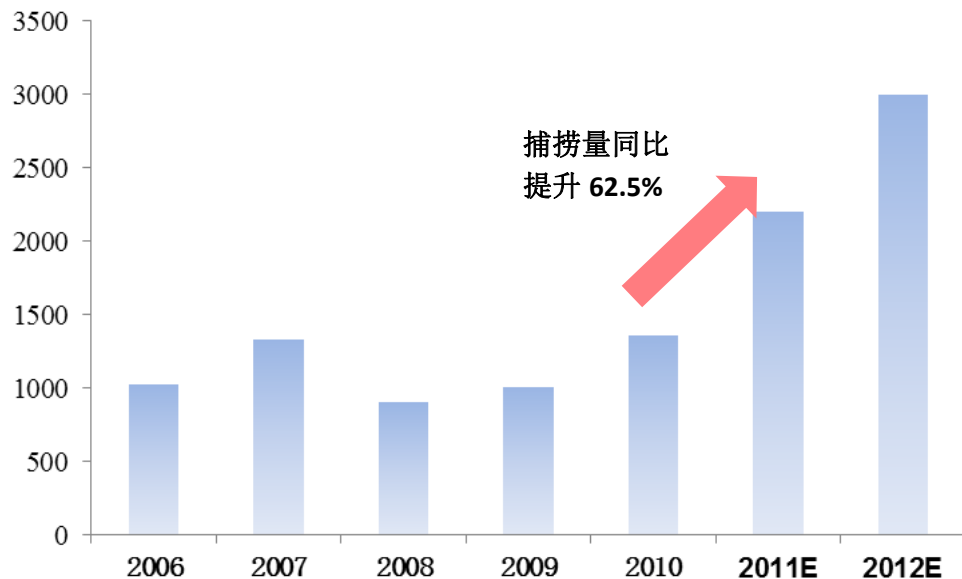
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

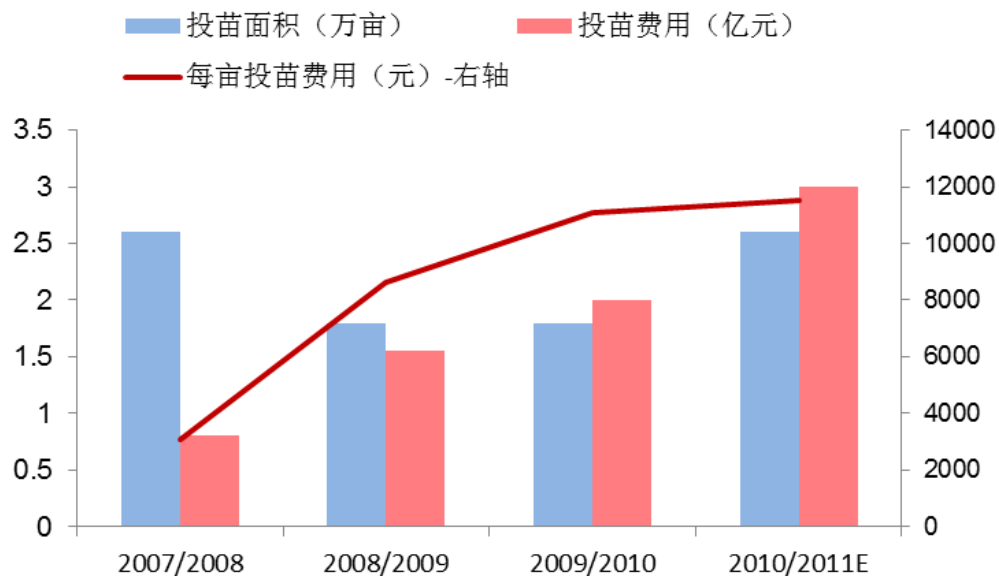
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图表 1 公司从今年起捕捞量有望大幅提升



资料来源：公司公告 东方证券研究所

图表 2 公司每亩投苗近年来大幅增长



资料来源：公司公告 东方证券研究所

图表 3 分产品收入预测

产品系列	指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
海参	单价（元/kg）	124	191	188	185	200
	销售量（吨）	1,008	1,354	2,050	3,100	3,650
	销售收入（万元）	12,494	25,823	38,540	57,350	73,000
	营业收入增长率	-11.27%	106.69%	49.24%	48.81%	27.29%
	销售成本（万元）	7,068	17,156	19,920	26,080	36,692
	毛利率	43.43%	33.57%	48.31%	54.52%	49.74%
海蜇	销售量（吨）		3,970	3,000	4,500	6,000
	销售收入（万元）	6,520	7,008	5,577	6,489	9,571
	营业收入增长率	32.40%	7.48%	-20.42%	16.37%	47.48%
	销售成本	1,312	1,135	1,278	1,403	1,713
	毛利率	79.88%	83.81%	77.08%	78.37%	82.10%
冷冻食品加工	销售收入（万元）	20,754	31,151	40,497	43,736	47,235
	营业收入增长率	33.53%	50.10%	30.00%	8.00%	8.00%
	销售成本	20,373	27,977	35,637	38,488	41,567
	毛利率	1.83%	10.19%	12.00%	12.00%	12.00%

资料来源：公司公告 东方证券研究所整理

图表 4 行业公司估值比较

证券代码	证券简称	最新价	总市值 (亿元)	EPS (2010)	EPS (2011E)	EPS (2012E)	PE (2010)	PE (2011E)	PE (2012E)	PEG
002069.SZ	獐子岛	27.55	195.91	0.59	0.75	1.15	46.34	36.69	23.98	0.61
002086.SZ	东方海洋	14.61	35.60	0.30	0.42	0.65	48.56	34.38	22.41	0.47
002447.SZ	壹桥苗业	33.1	44.35	0.45	0.52	1.10	73.68	64.15	30.01	0.53
300094.SZ	国联水产	7.19	25.31	0.22	0.30	0.39	32.13	23.83	18.63	0.60
	行业平均						50.18	39.76	23.76	0.55
600467.SH	好当家	11.28	82.40	0.20	0.31	0.47	57.71	36.39	24.00	0.44

资料来源：公司公告 东方证券研究所整理

附表 财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
指标名称	2010	2011E	2012E	2013E	指标名称	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	669	808	1182	1674	营业收入	774	991	1230	1463
现金	57	34	221	531	营业成本	565	676	776	926
应收账款	21	24	30	35	营业税金及附加	2	3	4	4
其他应收款	13	15	18	22	营业费用	12	14	18	21
预付账款	10	12	15	18	管理费用	32	40	49	59
存货	567	723	898	1068	财务费用	18	28	27	32
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	-3	0	0
非流动资产	1452	1539	1564	1532	公允价值变动收				
长期投资	53	53	53	53	益	0	0	0	0
固定资产	1334	1411	1437	1404	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	63	71	68	67	营业利润	144	234	356	422
其他非流动资产	2	4	5	8	营业外收入	7	5	6	7
资产总计	2121	2347	2745	3206	营业外支出	1	3	4	4
流动负债	653	658	709	758	利润总额	149	236	359	425
短期借款	438	450	450	450	所得税	5	8	11	14
应付账款	67	77	98	117	净利润	145	228	347	411
其他流动负债	149	131	161	191	少数股东损益	2	2	2	2
非流动负债	34	27	27	27	归属母公司净利				
长期借款	20	20	20	20	润	143	226	345	409
其他非流动负债	14	7	7	7	EBITDA	234	339	462	532
负债合计	687	684	736	785	EPS (元)	0.20	0.31	0.47	0.56
少数股东权益	45	46	49	51	主要财务比率				
股本	634	634	634	634	指标名称	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	136	136	136	136	成长能力				
留存收益	620	846	1191	1601	营业收入	46.5%	28.0%	24.2%	19.0%
归属母公司权益	1390	1616	1961	2370	营业利润	97.1%	62.6%	52.5%	18.5%
负债和股东权益	2121	2347	2745	3206	归属于母公司净				
					利润	89.7%	58.4%	52.5%	18.7%
					获利能力				
					毛利率(%)	27.1%	31.8%	36.9%	36.7%
					净利率(%)	18.7%	23.0%	28.2%	28.1%
					ROE(%)	10.1%	13.7%	17.3%	17.0%
					ROIC(%)	8.4%	12.0%	15.1%	15.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	32.4%	29.2%	26.8%	24.5%

现金流量表				
单位:百万元				
指标名称	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	107	156	312	383
净利润	145	228	347	411
折旧摊销	76	76	75	0

财务费用	18	28	27	32	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.02	1.23	1.67	2.21
营运资金变动	49	171	137	135	速动比率	0.16	0.13	0.40	0.80
其他经营现金流	-180	-347	-275	-195	营运能力				
投资活动现金流	-263	0	0	0	总资产周转率	0.36	0.42	0.45	0.46
资本支出	229	84	24	-33	应收账款周转率	37	42	42	42
长期投资	10	0	0	1	应付账款周转率	15.29	16.03	15.63	15.63
其他投资现金流	-24	84	24	-32	每股指标（元）				
筹资活动现金流	158	-179	-125	-73	每股收益	0.20	0.31	0.47	0.56
短期借款	203	12	0	0	每股经营现金流	0.15	0.21	0.43	0.52
长期借款	-30	0	0	0	每股净资产	2.26	2.62	3.17	3.82
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	59	37	25	21
其他筹资现金流	-15	-191	-125	-73	P/B	5.11	4.41	3.65	3.03
现金净增加额	2	-23	187	310	EV/EBITDA	36	25	18	16

资料来源：Wind、东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn