

獐子岛 (002069.sz)

捕捞规模渐放量, 公司业绩或怒放

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010017

虾夷扇贝: 已进入大规模收获期

公司虾夷扇贝底播养殖海域已进入收获期, 预计 2011-2013 年的捕捞面积分别为 40 万亩, 65 万亩和 100 万亩, 此后公司将采取百万亩轮播的方式养殖。与此同时, 公司积极推进亩产倍增计划, 以期提升海域单位亩产值。另外, 公司目前虾夷扇贝鲜品销售量市场占有率超过 70%, 定价权优势明显。

海参: 品牌市场认可度高, 针对“金字塔”顶部消费群

“獐子岛 39°C”作为公司主打的海参品牌, 目前倍受市场欢迎, 且已成为海参消费市场上高品质海参的代名词。通过草根调研, 我们认为獐子岛高品质海参不仅受到同业的认可, 且较业内其他企业同等规格成品海参溢价超过 25%, 品牌影响力逐渐显现。而公司今后将把“金字塔”顶部消费人群作为主攻市场, 以提升产品附加值。

公司看点

“资源+品牌, 公司宏图大展可期”依旧是我们看好公司投资价值的长期逻辑。且公司经营稳健, 业绩确定性强, 属于具有长期投资价值的绩优股。

短期看点: 内外需求同增, 海产品价格持续上涨概率大。

盈利预测与投资评级:

预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 28.72 亿元、35.01 亿元和 44.25 亿元; 归属母公司净利润分别为 5.25 亿元、8.27 亿元和 12.13 亿元; 对应 EPS 分别为 0.74 元、1.16 元和 1.71 元, 目前股价对应 PE 分别为 33X、21X 和 14X。考虑公司未来三年盈利复合增长率为 42%, 给予公司 2012 年 30 倍 PE, 未来一年公司股票合理价格区间为 34.80 元, 给予公司“买入”评级。

风险提示

疫病风险; 海域污染风险; 同业竞争加剧风险等。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1512.54	2259.05	2872.40	3500.67	4425.39
增长率(%)	50.20%	49.35%	27.15%	21.87%	26.42%
EBITDA(百万元)	307.52	588.02	733.43	1001.82	1422.01
净利润(百万元)	206.59	422.75	525.08	826.77	1213.08
增长率(%)	64.98%	104.64%	24.21%	57.46%	46.73%
每股收益(元)	0.91	0.93	0.74	1.16	1.71
市盈率	41.12	45.86	32.64	20.82	14.12
市净率	6.17	11.50	7.33	5.58	4.13
EV/EBITDA	29.07	33.62	26.11	18.89	12.73

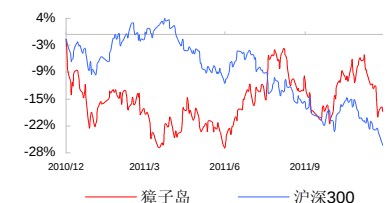
数据来源: 大连獐子岛渔业集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	24.15 元
合理价值	34.80 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	-7.81	-5.65	-46.71
沪深 300	-8.8	-11.63	-25.22

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

711.11/640.30

主要股东:

长海县獐子岛小耗经济发展中心

主要股东持股比例

2.02

流通 A 股比例

90.04%

财务比率

ROE	25.08
ROA	15.1316
资产负债率	48.8259

2010 年报数据

投资逻辑

虾夷扇贝：已进入大规模收获期

公司虾夷扇贝底播养殖海域已进入收获期，预计2011-2013年的捕捞面积分别为40万亩，65万亩和100万亩，此后公司将采取百万亩轮播的方式养殖。与此同时，公司积极推进亩产倍增计划，以期提升海域单位亩产值。另外，公司目前虾夷扇贝鲜品销售量市场占有率超过70%，定价权优势明显，预计捕捞面积的增长，将助公司业绩快速上行。

海参：品牌市场认可度高，针对“金字塔”顶部消费群

“獐子岛39°C”作为公司主打的海参品牌，目前倍受市场欢迎，且已成为海参消费市场上高品质海参的代名词。通过草根调研，我们认为獐子岛高品质海参不仅受到同业的认可，且较业内其他企业同等规格成品海参溢价超过25%，品牌影响力逐渐显现。而公司今后将把“金字塔”顶部消费人群作为主攻市场，以提升产品附加值。

公司看点

“资源+品牌，公司宏图大展可期”依旧是我们看好公司投资价值的长期逻辑。海域资源不断扩张保障公司规模成长性；品牌彰显公司市场影响力及较高的抗风险能力。且先行的品牌优势将是其在日益规范的海参加工市场中，处于业内领先地位，并逐渐享受品牌营销给企业带来的高溢价。且公司经营稳健，业绩确定性强，稳扎稳打渐增长，属于具有长期投资价值的绩优股。

短期看点：内外需求同增，海产品价格持续上涨。公司虾夷扇贝产量（鲜品）市场占有率超过70%，且确权海域资源国内居首，后期随着出产海域面积的增加，公司业绩增长可期。另外，消费升级带动下，海产品价格将保持涨势。量价齐升公司业绩快速增长确定性强。

盈利预测与投资评级：

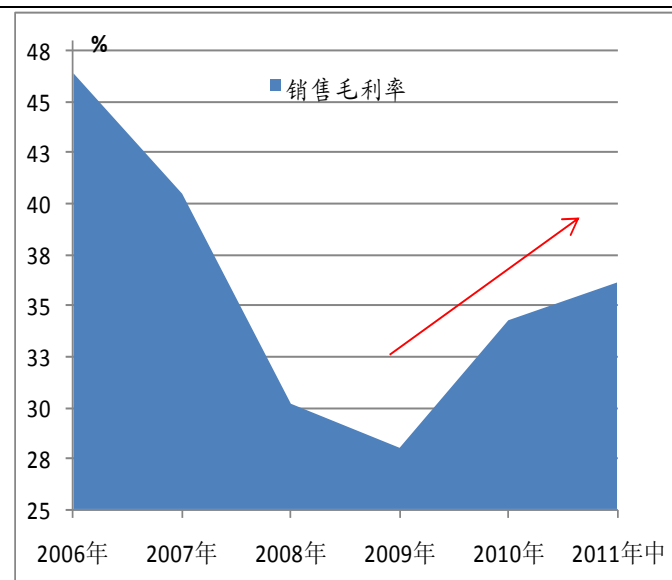
预计公司2011-2013年营业收入分别为28.72亿元、35.01亿元和44.25亿元；归属母公司净利润分别为5.25亿元、8.27亿元和12.13亿元；对应EPS分别为0.74元、1.16元和1.71元，目前股价对应PE分别为33X、21X和14X。考虑公司未来三年盈利复合增长率为42%，给予公司2012年30倍PE，未来一年公司股票合理价格区间为34.80元，给予公司“买入”评级。

品牌响亮的海珍品养殖企业

大连獐子岛渔业集团股份有限公司，是以海洋底播养殖为主，集海珍品育苗业、海水增养殖业、水产品加工业、国内外贸易、海上运输业于一体的大型综合渔业企业。公司上市以来，秉承“生态健康养殖理念”，积极推进海洋生态养殖工程。公司2006年上市以来，通过收购、合作等方式，不断扩张海域资源，现在公司拥有确权海域面积超过285万亩。且9月公司公告显示，公司与韩国全罗南道珍岛郡签订投资意向书，积极推进海外养殖扩张计划，提速公司百亿收入计划。

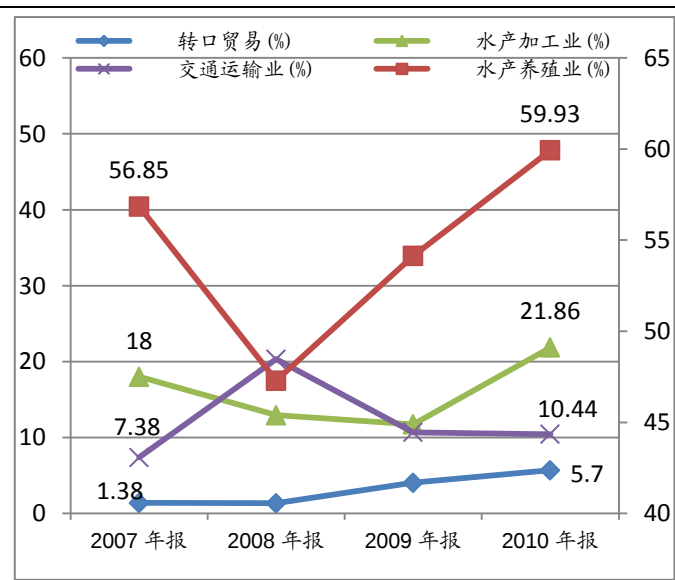
近年来，随着公司“獐子岛”海珍品品牌建设力度的加大，公司海珍品养殖、加工业收入占比不断上升，且公司依托海域资源优势，海珍品品质受到业内及消费者的高度认可。公司业绩也在高毛利的海珍品养殖与加工业收入增加带动下，增增日上。

图 1：2006-2010 年综合毛利率变化



数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

图 2：公司主营业务毛利率变化



数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

资源扩张+品牌效应，公司业绩可期

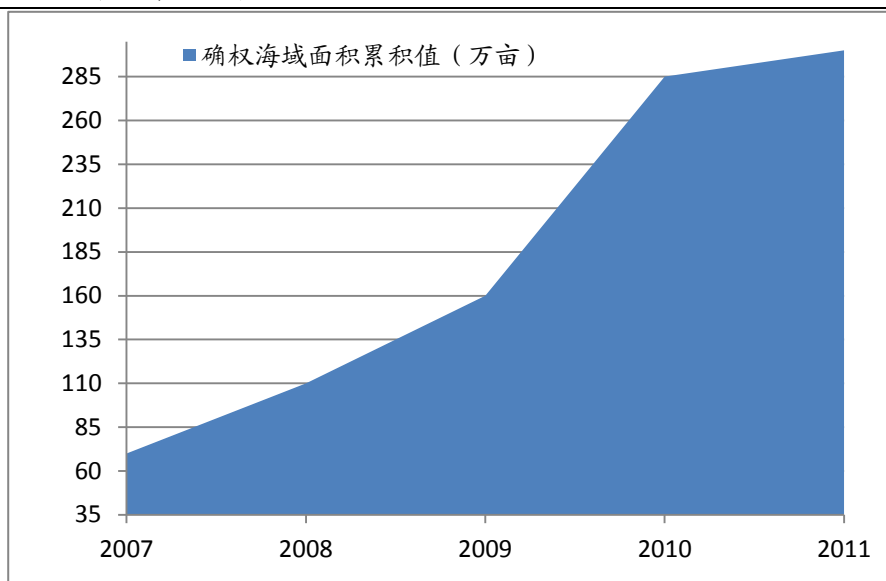
(一) 资源为王，海外扩张进展中

我们在前面的深度研究报告中已经阐述了，我国今后将迎来海产养殖和消费的黄金十年。经济增长带动人均收入增加；老龄化及消费习惯改变提振海产品需求；健康理念助推高蛋白低脂肪海产品消费。而海产养殖企业想要在中国未来广阔的海产消费市场中，占据更多的市场份额，那么持续增长的海产品供应能力就显得更为重要。

獐子岛目前已拥有确权海域超过285万亩（主要集中在大连长海县附近区域），是目前国内上市海产养殖企业中最多的企业。且2011年9月，公司与韩国全罗南道珍岛郡签署投资额不超过1亿美金的投资意向书，积极推进海外养殖扩张计划。公司现已成立全资子公司“獐子岛渔业集团韩国有限公司”，并将在韩国投资建设鲍鱼养殖台筏600台（3万笼）、底播养殖海参15万亩、海带养殖台筏4000台、鲍鱼育苗场1座、海参育苗

场1座及加工厂1座等。预计该项目将在2014年建设完成，届时将可新增销售收入5.56亿元/年，提速公司百亿收入计划。

图 3：獐子岛确权海域面积变化

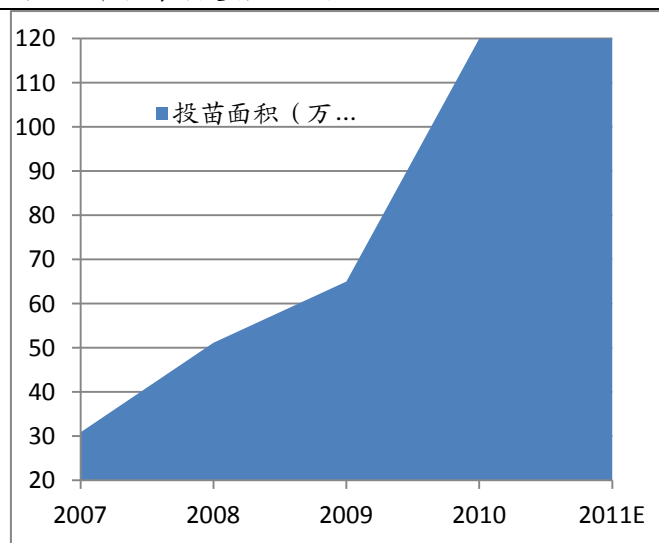


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（二）进入收获季，公司13年可实现百万亩轮播

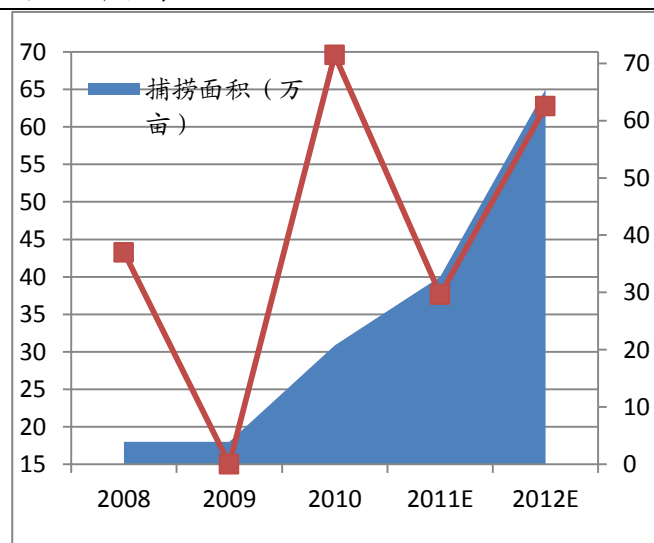
公司布局长远，大规模海域扩张的同时，把握住虾夷扇贝的市场机会，逐步增加投苗量。而随着时间推移，公司虾夷扇贝产量已进入大规模收获期，预计2011-2013年公司虾夷扇贝捕捞海域面积将分别为40万亩、65万亩和100万亩（2010年公司投苗量为120万亩），此后将进行100万亩的海域滚动轮播，并通过技术改造提高亩产，从而有效地活用养殖海域。

图 4：獐子岛虾夷扇贝投苗面积变化



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 5：獐子岛捕捞面积变化



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

(三) 海参品牌认可度上升，精品销售策略不改

“名店明街”是公司选择加工品销售地点的主要参考因素，“金子塔”顶端客户是公司主要的目标消费群体。目前，公司海珍品加工产品在大连、北京主要以直营方式为主，其他地区以加盟形式为主。全国已有近100家的合作伙伴。广州友谊，大连友谊、大商百货，长春欧亚商都，深圳沃尔玛山姆店等均有公司专柜销售。从我们草根调研的情况看，一、业内同行对獐子岛底播海参品质认可度高；二、消费者信任獐子岛出产产品安全性，重复购买意愿强；三、公司成品海参较业内其他企业同等规格成品海参溢价超过25%，品牌影响力逐渐显现。而公司今后将把“金字塔”顶部消费人群作为主攻市场，海珍品加工品销售走贵族路线，以提升产品附加值。

基本假设与盈利预测

(一) 基本假设

1. 预计2011-2013年，公司虾夷扇贝采捕面积分别为40万亩、65万亩和100万亩；平均单产稳定在150公斤/亩。
2. 虾夷扇贝价格在需求增长及通胀提振下，稳步增长；毛利率稳定在60%。
3. 其他收入保持稳定增长。

表 1：主营业务盈利预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
投苗密度（头/亩）	6000	5500	5500	5500	5500	5500
底播面积（亩）	511425	650000	1200000	1150000	1150000	1150000
实际采捕面积（万亩）	18	18	31	40	65	100
底播单产（公斤/亩）	73	177	144	150	150	150
当年底播虾夷扇贝产量（吨）	14063	30156	44330	60000	97500	150000
浮筏数量（台）	4500	6000	5000	4000	4000	4000
每台产量（公斤）	400	500	500	500	500	500
浮筏养殖产量（吨）	1200	800	2500	2000	2000	2000
外购量（吨）	3400	6800	5000	5000	5000	5000
虾夷扇贝总产量（万吨）	1.87	3.78	5.18	6.70	10.45	15.70
鲜活品销售占比（%）	0.78	0.55	0.54	0.70	0.62	0.60
鲜活品销售量（万吨）	1.46	2.07	2.80	4.69	6.48	9.42
鲜活品销售单价（万元/吨）	1.88	1.89	2.38	2.38	2.45	2.52
鲜活品销售收入（百万元）	275.29	390.76	666.13	1116.22	1588.26	2378.50
毛利率（%）	0.37	0.51	0.62	0.60	0.60	0.60
毛利润（百万元）	101.86	198.58	413.00	669.73	952.96	1427.10
虾夷扇贝加工收入（百万元）	150.57	151.57	239.73	288.44	364.17	438.79
虾夷扇贝总收入（百万元）	425.86	542.33	905.85	1404.66	1952.43	2817.29

数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 盈利预测与投资评级

预计公司2011-2013年营业收入分别为28.72亿元、35.01亿元和44.25亿元；归属母公司净利润分别为5.25亿元、8.27亿元和12.13亿元；对应EPS分别为0.74元、1.16

元和1.71元，目前股价对应PE分别为33X、21X和14X。考虑公司未来三年盈利复合增长率为42%，给予公司2012年30倍PE，未来一年公司股票合理价格区间为34.80元，给予公司“买入”评级。

六、风险提示

(一)疫病风险

近年来，因养殖户盲目扩大养殖规模，加上原种保护力度不够，导致浮筏扇贝死亡率居高不下。而公司业务收入主要来源于鲜品扇贝养殖业务，如果海域感染病菌，将给企业正常经营受到威胁。

(二)海域污染风险

漏油事件、地区工业开发进程加快等，给公司所处海域的周边环境带来威胁。

(三)同业竞争加剧风险

随着行业景气度的向上，各地水产养殖企业抓住发展契机，大举收购海域，并进军海参、扇贝养殖领域，同业竞争加剧。

资产负债表

单位：百万元

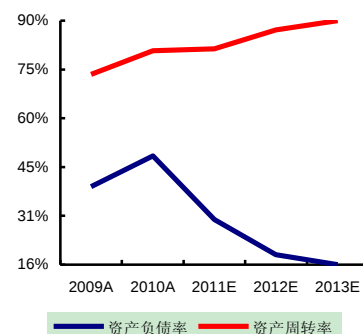
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,671	2,424	2,843	3,393	4,711
货币资金	245	477	646	873	1,693
应收及预付	246	225	305	362	432
存货	1,173	1,716	1,892	2,157	2,586
其他流动资产	7	6	0	0	0
非流动资产	613	881	905	876	842
长期股权投资	26	24	24	24	24
固定资产	496	567	559	543	521
在建工程	10	5	5	5	5
无形资产	69	277	316	304	292
其他长期资产	11	6	0	0	0
资产总计	2,283	3,304	3,748	4,269	5,553
流动负债	863	1,173	660	355	425
短期借款	562	357	0	0	0
应付及预收	204	250	660	355	425
其他流动负债	96	566	0	0	0
非流动负债	37	441	441	441	441
长期借款	37	441	441	441	441
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	900	1,613	1,101	796	866
股本	226	452	711	711	711
资本公积	572	346	1,109	1,109	1,109
留存收益	579	889	821	1,648	2,861
归属母公司股东权益	1,377	1,686	2,641	3,468	4,681
少数股东权益	6	5	5	5	5
负债和股东权益	2,283	3,304	3,748	4,269	5,553

利润表

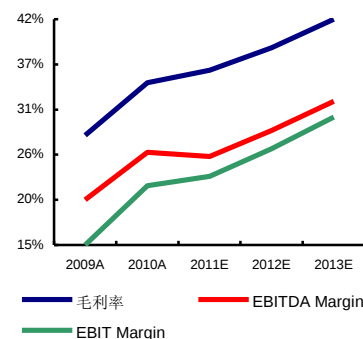
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1513	2259	2872.40	3500.67	4425.39
营业成本	1089	1484	1844.99	2151.84	2572.40
营业税金及附加	3	3	4.31	5.25	6.64
销售费用	98	147	186.71	227.54	287.65
管理费用	98	127	172.34	192.54	221.27
财务费用	21	47	-13.04	-28.38	-46.95
资产减值损失	5	3	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0	0	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2	23	2.00	2.00	2.00
营业利润	201	470	679.09	953.88	1386.38
营业外收入	33	21	21.00	21.00	0.00
营业外支出	7	7	100.00	30.00	0.00
利润总额	227	484	600.09	944.88	1386.38
所得税	31	61	75.01	118.11	173.30
净利润	196	422	525.08	826.77	1213.08
少数股东损益	-11	0	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	207	423	525.08	826.77	1213.08
EBITDA	308	588	733.43	1001.82	1422.01
EPS (元)	0.91	0.93	0.738	1.163	1.706

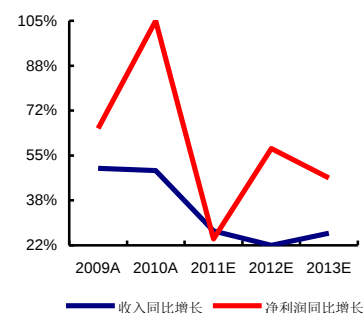
资产负债率趋势



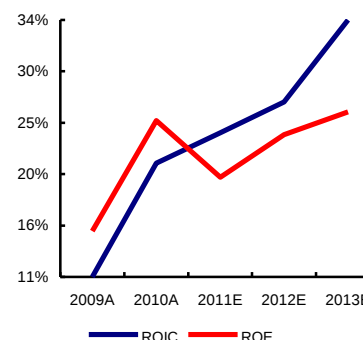
经营利润率趋势



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	75	43	-13	640	868
净利润	196	422	525	827	1,213
折旧摊销	83	91	69	78	85
营运资金变动	-223	-500	-699	-272	-428
其它	20	29	91	7	-2
投资活动现金流	-107	-310	-177	-57	-48
资本支出	-109	-285	-179	-59	-50
投资变动	2	1	2	2	2
其他	0	-26	0	0	0
筹资活动现金流	167	500	359	-356	0
银行借款	921	1,554	-357	0	0
债券融资	-646	-887	-62	0	0
股权融资	0	0	784	0	0
其他	-109	-168	-6	-356	0
现金净增加额	136	233	169	227	820
期初现金余额	109	245	477	646	873
期末现金余额	245	477	646	873	1,693

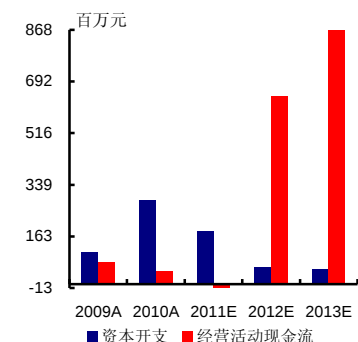
主要财务比率

单

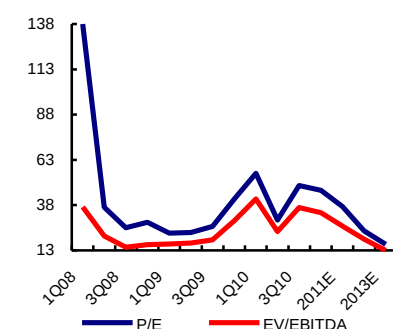
位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	50.2%	49.4%	27.15%	21.87%	26.42%
营业利润	46.5%	133.5%	44.58%	40.46%	45.34%
归属于母公司净利润	65.0%	104.6%	24.21%	57.46%	46.73%
获利能力					
毛利率	28.0%	34.3%	35.77%	38.53%	41.87%
净利率	13.0%	18.7%	18.28%	23.62%	27.41%
ROE	15.0%	25.1%	19.88%	23.84%	25.91%
ROIC	10.8%	21.2%	24.04%	26.78%	34.32%
偿债能力					
资产负债率	39.4%	48.8%	29.38%	18.64%	15.60%
净负债比率	32.2%	22.7%	-7.75%	-12.45%	-26.72%
流动比率	1.94	2.07	4.31	9.56	11.07
速动比率	0.39	0.52	1.17	2.90	4.44
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.81	0.81	0.87	0.90
应收账款周转率	24.36	22.79	24.76	24.00	24.03
存货周转率	1.01	1.03	0.98	1.00	0.99
每股指标 (元)					
每股收益	0.91	0.93	0.74	1.16	1.71
每股经营现金流	0.33	0.09	-0.02	0.90	1.22
每股净资产	6.09	3.73	3.71	4.88	6.58
估值比率					
P/E	41.1	45.9	36.86	23.41	15.96
P/B	6.2	11.5	7.33	5.58	4.13
EV/EBITDA	29.1	33.6	26.11	18.89	12.73

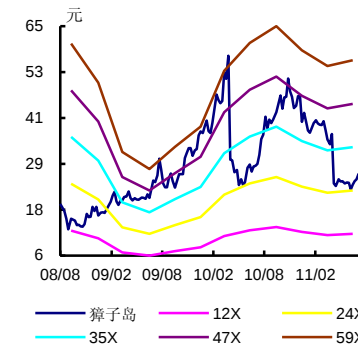
资本支出与经营活动现金流



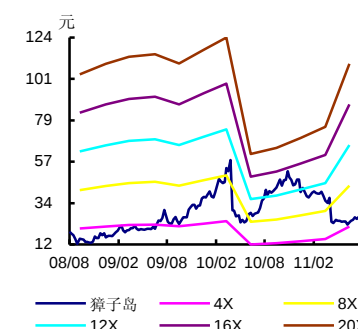
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

胡 鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 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。